

Piensijoittajien sijoitusmotivaatio strukturoiduissa tuotteissa

Juliana Nura

Opinnäytetyö

Liiketalouden koulutusohjelma

2017



| | |
|--|--|
| Tekijä(t) Juliana Nura | |
| Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma | Sivu- ja liitesivumäärä 48 + 2 |
| Opinnäytetyön nimi Piensijoittajien sijoitusmotivaatio strukturoiduissa tuotteissa | |
| <p>Tässä opinnäytetyössä tutkitaan piensijoittajien sijoitusmotivaation taustatekijöitä liittyen heidän tekemiinsä strukturoitujen tuotteiden sijoituksiin. Rahoituskirjallisuus on viime vuosien aikana julkaissut lukuisia tutkimuksia joissa liikkeeseenlasketut sijoitustuotteet ovat olleet rationaalisen sijoittajan olettamusta vastaan. Sitä aikaisemmat tutkimukset ovat puolestaan kehuneet strukturoitujen tuotteiden potentiaalia sijoitussalkun tehostajana.</p> <p>Työssä esitellään ja käydään läpi liikkeeseenlaskettuja strukturoituja tuotteita neljästä eri kategoriasta: Warrantista, Autocallista, Luottokorista ja Pääomaturvatusta sijoituksesta. Työ esittelee jokaisesta kategoriasta oikeita strukturoituja tuotteita ja havainnollistaa niiden tuoton ja riskimuodostusta.</p> <p>Tämän työn tavoitteena on selvittää kyselyhaastattelun perusteella mitkä yleisimmät kirjallisuudessa käytetyt rationaalisen sijoittajan olettamukset pätevät Alexandria Pankkiiriliikkeen strukturoitujen tuotteiden piensijoittajiin. Johtuen siitä ettei Alexandria valikoimissa ole pääomaturvattuja tuotteita, tutkimus keskittyy ainoastaan Warrantteihin, Autocalleihin ja Luottokoreihin sijoittaviin asiakkaisiin. Tutkimus toteutetaan kolmen edellämainitun strukturoidun tuotetyypin kohdalta, kymmenen asiakkaan otoksina. Tämän jälkeen vastauksia analysoidaan viiden kirjallisuuteen perustuvan hypoteesin kannalta.</p> <p>Haastattelututkimuksen tuloksena suurin osa hypoteeseista ei tullut validoiduksi. Piensijoittajat eivät ole laajakoilta osin kykeneviä arvioitamaan strukturoitujen sijoitusten arvostusta tai kilpailuttamaan niitä sijoitusratkaisuin. Yleisesti ottaen, tutkimusotoksen asiakasjoukon sijoitusosaaminen oli erittäin vähäinen ja monilla ei ollut sijoituskokemusta ollenkaan. Vaikuttavin syy sijoituspäätökseen oli haastattelujen perusteella myyjän esitys.</p> | |
| Asiasanat Strukturoidut tuotteet, sijoittaminen, johdannaiset, kyselytutkimus, sijoitusneuvonta | |

Sisällys

| | |
|---|----|
| 1. Johdanto | 1 |
| 1.1 Tutkimusongelma ja tavoitteet | 1 |
| 1.2 Opinnäytetyön aiheen rajausta ja rakenne | 2 |
| 2. Strukturoidut tuotteet | 3 |
| 2.1 Strukturoitujen tuotteiden pääpiirteet | 3 |
| 2.1.1 Warrantti | 4 |
| 2.1.2 Autocall | 8 |
| 2.1.3 Luottokori | 12 |
| 2.1.4 Pääomaturvatut tuotteet | 17 |
| 2.2 Strukturoitujen tuotteiden kustannusrakenne | 18 |
| 3. Sijoittaminen strukturoituihin tuotteisiin | 19 |
| 3.1 Strukturoitujen tuotteiden myynti Suomessa | 20 |
| 3.2 Alexandria Pankkiiriliike | 21 |
| 3.3 Tutkimuksia piensijoittajien sijoittamisesta strukturoituihin tuotteisiin | 24 |
| 4. Haastattelututkimuksen toteutus | 26 |
| 4.1 Tutkimusprosessi | 26 |
| 4.2 Tutkimushypoteesit | 29 |
| 4.3 Tutkimuksen tavoitteet | 30 |
| 5. Haastattelututkimuksen tulokset | 30 |
| 5.1 Markkinamyönteiset sijoittajat (Warrantti) | 31 |
| 5.2 Markkinaneutraalit sijoittajat (Autocall) | 35 |
| 5.3 Markkinavastaiset sijoittajat (Luottokori) | 39 |
| 6. Pohdinta | 42 |
| 6.1 Johtopäätökset | 42 |
| 6.2 Toimenpidesuositukset | 45 |
| 6.3 Ideoita jatkotutkimuksille | 46 |
| 6.4 Opinnäytetyön prosessin ja oman kehittymisen arviointi | 47 |
| Lähteet | 49 |
| Liitteet | 52 |

1. Johdanto

1.1 Tutkimusongelma ja tavoitteet

Strukturoiduilla tuotteilla on teorian ja niitä myyvien yritysten mukaan tarkoitus auttaa sijoittajia tehokkaampaan sijoittamiseen alentamalla kaupankäynnistä aiheutuvia kustannuksia ja tehostaa salkun riski-tuotto profiilia laajentamalla sijoitusvalikoimaa (Kaikkonen 2016). Viime vuosina on kuitenkin ilmaantunut empiirisiä tutkimuksia liittyen piensijoittajille myytäviin strukturoituihin tuotteisiin, jotka kyseenalaistavat oletuksen, että rationaalinen sijoittaja sijoittaisi strukturoituihin tuotteisiin johtuen niiden korkeasta kustannusrakenteesta (Henderson & Pearson 2009, 4). Strukturoituja tuotteita liikkeeseenlaskevia yrityksiä on myös tutkittu strategisen monimutkaisuuden luomisesta, jonka päämääränä on vaikeuttaa tai harhauttaa sijoittajien arvonmäärittystä ja siten saada ylihintaa strukturoiduista tuotteista (Carlin 2008, 3). Bernard & Boyle 2008 esimerkiksi teorisoivat, että pankit suunnittelevat tuotteita, jotka käyttävät hyväksi sijoittajien taipumusta aliarvioida alhaisia todennäköisyyksiä ja niiden vaikutuksia.

Tästä kaikesta huolimatta strukturoitujen tuotteiden kysyntä on pysynyt vahvana ja maailmanlaajuisesti ollut kasvussa viimeiset kolme vuotta saavuttaen lähes vuoden 2006 huipputasen. Edes korkojen matala taso, joka on hankaloittanut suosituimman strukturoidun tuotetyypin – pääomasuojatun rakentamista, ei ole hidastanut niiden myyntitahtia. (Bloomberg 2008)

Rahoituskirjallisuuden empiiriset tutkimukset sotivat selvästi sen teoriaa ja piensijoittajien kysyntää vastaan. Teorian mukaan strukturoidut tuotteet tehostavat markkinoita ja sijoittajien salkkuja (Ross 1976, 5) , mutta empiiriset tutkimukset ovat osoittaneet, että pitkällä aikavälillä strukturoidut tuotteet eivät voita edes riskitöntä korkoa (Henderson & Pearson 2009, 2).

Tämän opinnäytetyön tarkoitus on toteuttaa empiirinen haastattelututkimus strukturoituihin tuotteisiin sijoittaville asiakkaille. Tavoitteena on selvittää empiirisesti sijoittajien motiiveja, ymmärrystä ja uskomuksia strukturoitujen tuotteiden osalta. Vastaavaa tutkimusta ei ole pitkällisen etsinnän jälkeen löytynyt olemassaolevasta kirjallisuudesta ja uskon, että se voisi tuoda vastauksia strukturoituihin tuotteisiin liittyviin teorian ja empirian ristiriitaisuuksiin.

Vastauksia tutkitaan viiden kirjallisuuden olettamuksiin perustuvan hypoteesin kautta, kuin myös kuvailevalla tutkimuksella.

1.2 Opinnäytetyön aiheen rajausta ja rakenne

Strukturoitujen tuotteiden piensijoittajien sijoituspäätösten tutkinnassa voidaan helposti saada aikaan erittäin laaja tutkimus, joten aiheen tarkka rajausta on oleellista. Tämän opinnäytetyön tarkoitus on haastattelututkimuksella selvittää Alexandria pankkiiriliikkeen piensijoittaja-asiakkaiden sijoituspäätöksentekoa strukturoituihin tuotteisiin. Tutkimus on puhtaasti positiivinen eikä pyri rakentamaan malleja strukturoitujen tuotteiden arvonmäärittämiseen haastattelujen pohjalta. Tavoite ei ole myöskään selvittää piensijoittajien tarpeita tai luoda kehitysehdotuksia tuleville strukturoituille tuotteille. Tutkimuksen tavoitteena on esittää selvitys sijoittajien päätöksentekoperusteista, mutta haastatteluissa ei pyritä selvittämään mistä nämä mielipiteet ja uskomukset ovat peräisin, koska päätöksen perimmäiset syyt voivat olla monimutkaiset ja hyvin yksilölliset. Tutkimuksen tehtävä on ainoastaan kirjata alas asiakkaiden antama peruste sijoituspäätöksiinsä ja niiden perusteella analysoida viittä kirjallisuuden oletuksiin perustuvaa hypoteesia piensijoittajien sijoitusmotivaatiosta.

Opinnäytetyön pyrkii myös ottamaan kantaa kuinka piensijoittajien päätökset ja motivaatio vastaavat rationaalisen kuluttajan olettamusta rahoitusteoriassa liittyen voitonmaksimointiin ja riskin minimointiin. Lopuksi, työn tarkoituksena on myös vertailla kuluttajien vastauksia palveluntarjoajien olettamuksiin ja selityksiin piensijoittajien sijoitusmotivaatiosta.

Työ etenee siten, että seuraavassa luvussa, luvussa kaksi esitellään strukturoidut tuotteet syvällisemmin, sekä niiden yleisiä toimintaperiaatteita. Tämän jälkeen esitellään neljä strukturoidun tuotteen tyyppiä; Warrantti, Autocall, Luottokori ja Pääomaturvattu, jotka vastaavat neljää eri markkinanäkemystä joiden perusteella haastattelut ollaan jaoteltu. Käyn luvun aikana läpi case-esimerkkeittäin joukkoa liikkeesenlaskettuja strukturoituja tuotteita eri palveluntarjoajilta. Tämän tarkoitus on havainnollistaa ja luoda selvä kuva millaista tuotto-riskiprofiilia kukin strukturoitu tuotetyyppi edustaa.

Luvussa kolme käsitellään strukturoitujen tuotteiden liiketoimintaan liittyviä asioita kuten kustannusrakennetta, myyntiä ja niistä tehtyjä tieteellisiä tutkimuksia. Luvun tarkoitus on

antaa kuvaa strukturoitujen tuotteiden myynnistä palveluntarjoajan näkökulmasta, joka esitellään Ville Kaikkosen, Alexandrian strukturoitujen tuotteiden vastaavan johtajan, haastattelun pohjalta. Luvussa neljä esitellään itse haastattelututkimuksen suunnitelma. Luku jakaantuu tutkimusprosessin esittelyyn, viiteen tutkimushypoteesiin sekä tutkimuksen tavoitteisiin. Luvussa viisi esitellään haastattelujen tuloksia, joihin kuuluu 30 asiakkaan tulokset. Luvussa kuusi käsitellään tuloksien pohdintaa, toimenpidesuosituksia ja ideoita jatkotutkimuksille sekä arviointi opinnäytetyöprosessista ja omasta kehityksestä.

2. Strukturoidut tuotteet

Tässä kappaleessa esitellään strukturoitujen tuotteiden yleisiä piirteitä ja määritelmää sekä käydään läpi niiden mekaniikkaa. Tämän jälkeen esitellään kolme strukturoitua tuotetyyppiä; Warrantti, Autocall, Luottokori joiden mukaan asiakashaastattelut ollaan jaoteltu. Nämä tuotteet ovat jaoteltu siten, että jokainen vastaa eri markkinanäkemystä: nouseva, laskeva ja sivuttaissuunnassa pysyvä. Lisänä esittelen hyvin suosituksen, mutta tänä päivänä harvinaisen strukturoidun tuotetyypin: Pääomasujatun. Kappaleen lopuksi käyn läpi strukturoitujen tuotteiden kustannusrakennetta. Mistä kulut koostuvat ja miten ne ollaan jaoteltu.

2.1 Strukturoitujen tuotteiden pääpiirteet

Aluksi kuvailen strukturoitujen tuotteiden yhteisiä piirteitä, jotka pätevät yleisesti kaikkiin strukturoituihin tuotteisiin. Strukturoitujen tuotteiden tärkein pääpiirre on niiden rajoitettu juoksuaika. Siinä missä rahastolla tai suoralla osakesijoituksella ei ole ennalta määriteltyä takarajaa, strukturoiduilla tuotteilla on aina jokin päivämäärä jolloin sijoitus erääntyy eli purkautuu. Tuotteesta riippuen voi olla mahdollisuus erääntyä aikaiseimminkin, mutta sijoituksen varma päättymispäivä on aina erikseen määritelty. (Ruf 2011, 2-4)

Toinen strukturoitujen tuotteiden tärkeä erityispiirre poiketen perinteisemmistä sijoituskohteista kuten osakkeista tai rahastoista, on, että niissä sijoittaja kantaa myös liikkeeseenlaskijan luottoriskin. Strukturoidun tuotteen omistaja ei varsinaisesti omista mitään kuten vaikka sijoitusrahastoissa vaan kyseessä on pohjimmiltaan laina jonka

tuotonmaksu perustuu ennalta määrättyihin ehtoihin, joiden toteutuminen voidaan asettaa riippuvaiseksi kohde-etuuden arvonkehityksestä. Kohde-etuus voi käytännössä olla mikä vain, mutta yleisimpiä ovat osakkeet, osakeindeksit –ja korit, luottojohdannaiset- ja indeksit, valuutat, keskuspankkien korot ja inflaatiolukemat (Bergstresser 2008). Mikäli liikkeeseenlaskija ajautuu maksukyvyttömyyteen on sijoittaja tavallisen velkojan asemassa. Koska strukturoiduissa tuotteissa riskin on tarkoitus tulla käytännössä lähes kokonaan sijoituksen kohde-etuudesta, strukturoituja tuotteita laskevat liikkeelle käytännössä ainoastaan investment grade-luottoriskin tasoiset yritykset. Käytännössä tämä tarkoittaa suuria ylikansallisia investointipankkeja. (Ruf 2011, 3-5)

Lopulta kolmas tärkeä strukturoitujen tuotteiden erityispiirre on, että liikkeeseenlaskija ja takaaja ovat sama taho, joka myös sitoutuu olemaan markkinatakaaja. Sijoitusajan aikana liikkeeseenlaskija sitoutuu olemaan markkinatakaaja ja ostamaan tuotteet takaisin, tosin alennettuun hintaan. Strukturoiduille tuotteille ei ole olemassa OTC markkinoita, joten liikkeeseenlaskija on ainut, joka pitää strukturoidut tuotteet likvideinä. Osittain tähän epälikvidisyyteen vaikuttaa myös strukturoitujen tuotteiden vaikea arvostettavuus ja korkea liikkeeseenlaskijakohtainen kustoimointi. (Ruf (2011, 3), Hentati & Prigent (2012, 3))

Strukturoidut tuotteet rakentuvat tyypillisesti johdannaisista ja perinteisimmistä sijoitusinstrumenteista kuten rahastoista ja osakkeista. Seuraavaksi käyn läpi kolme yleistä strukturoitua tuotetyyppiä, joiden mukaan kappaleen viisi haastateltavat asiakkaat ovat jaoteltu markkinanäkemyksen mukaan.

2.1.1 Warrantti

Warrantit ovat strukturoitujen tuotteiden tyyppi, joka kuvastaa eniten puhdasta optiota. Warranteissa on tyypillisesti korkea sisäänrakennettu vipu ilman minkäänlaista pääomasuojaa ja pääoman täysimääräinen menetys on hyvin mahdollinen ellei suorastaan todennäköinen. Warrantit luokitellaan poikkeuksetta erittäin korkean riskin sijoituksiksi. Kohde-etuutena toimivat tyypillisesti osakkeet, osakeindeksit- ja korit, mutta vastaavat hyödykesijoitukset ovat myös mahdollisia. Warranteissa kohde-etuuden arvon odotetaan nousevan voimakkaasti ja vivun kautta, kun warrantti-sijoituksen arvo nousee tietyllä kertoimella. (Fink 2016, 4-5)

Warrantissa sijoituksen pääoma lasketaan kokonaan kuluksi eli kaikki warranttiin sijoitettavat rahat lähtökohtaisesti menetetään. Vastineeksi sijoittaja saa tietyinkokoisen pääoman

kerryttämät tuotot sijoitusajan päätyttyä. Warrantin hinta on ikään kuin salkusta peritty vuokra. Salkun tappioita ei täydy korvata ja kaikki tuotot saa pitää. (Fink 2016, 4-5)

Johtuen warrantin mukana tulevasta vivusta, kohde-etuuden täytyy kehittyä positiivisesti warrantin juoksuaikana tai muuten sijoitettu warrantin kauppahinta saatetaan menettää kokonaan. Warrantteihin sijoittavat positiivisen markkinanäkemyksen omaavat sijoittajat, jotka ovat myös valmiita ottamaan korkeaa riskiä. Warranteilla on helppo päästä hyötymään positiivisesta markkinanäkemyksestä, koska pienelläkin pääomalla on mahdollista saavuttaa tuntuvat tuotto. Warrantit ovatkin suunniteltu juuri piensijoittajia varten, koska niiden avulla saa aikaiseksi hyvin hajautetun salkun ilman suurta pääomaa.

Case-esimerkki: **Alexandria Euroopan Pankit sijoituswarrantti**

Kohde-etuus: STOXX Europe 600 Banks -osakeindeksi

Juoksuaika: 4 vuotta.

Warrantin hinta: 1500 EUR + 100 EUR Merkintäpalkkio

Laskennallinen sijoitettava pääoma: 10 000 EUR

Tuottokattuo: 70%

(Alexandria 2016W)

Tämän esimerkin tapauksessa kohde etuuden täytyy olla 15% plussalla juoksuajan lopussa, jotta Warrantin hinta saadaan takaisin ($10\,000 \cdot 0,15 = 1500$) Tähän päästään mikäli kohde-etuus kehittyy vähintään 3,56% per vuosi ($1,15^{0,25} - 1 = 0,0356$). Tuottokatto taas tarkoittaa, että Warrantin maksimituotto on 70% laskennallisesta pääomasta eli $0,7 \cdot 10\,000 \text{ EUR} = 7000 \text{ EUR}$. Mikäli kohde etuus kehittyy yli 70% prosenttia ei sijoittaja hyödy ylimenevästä tuotosta.

Tuotonlaskennan periaate



(Alexandria 2016)

Alla vielä taulukko mikä havainnollistaa kyseisen tuotteen arvonkehitystä eri indeksin tuottoarvoilla. Kuten taulukosta näkyy, täytyy indeksin olla juoksuajan lopussa vähintään 15% plussalla, jotta saa Warrantin hinnan ja merkintäkulun takaisin.

Havainnollistus tuoton määräytymisestä¹

| Indeksien tuotto ² | Warrantin erääntymisarvo | Warrantin ostohinta ³ | Warrantin tuotto | Warrantin tuotto, p.a. |
|-------------------------------|--------------------------|----------------------------------|------------------|------------------------|
| -10 % | 0 € | 1 500 € | -100 % | -100,0 % |
| 0 % | 0 € | 1 500 € | -100 % | -100,0 % |
| 10 % | 1 000 € | 1 500 € | -33 % | -9,5 % |
| 15 % | 1 500 € | 1 500 € | 0 % | 0,0 % |
| 20 % | 2 000 € | 1 500 € | 33 % | 7,3 % |
| 40 % | 4 000 € | 1 500 € | 167 % | 27,2 % |
| 60 % | 6 000 € | 1 500 € | 300 % | 40,6 % |
| 70 % | 7 000 € | 1 500 € | 367 % | 46,0 % |
| 80 % | 7 000 € | 1 500 € | 367 % | 46,0 % |

(1) Indeksien tuottoa kuvaavat luvut ovat esimerkinomaisia eivätkä kuvasta sen historiallista tai odotettua kehitystä. Esimerkeissä luvut on laskettu alustavalla tuottokertoimella 100 %, joka vahvistetaan viimeistään liikkeeseenlaskupäivänä ja vähintään tasolle 80 %. Jos tuottokerroin on alle alustavasti ilmoitetun, lopullinen tuotto on pienempi kuin esimerkissä. Esimerkit eivät huomioi liikkeeseenlaskijariskiä ja verovaikutuksia. (2) Warrantin ehtojen mukainen Indeksien tuotto. (3) Ostohinta huomioi merkintäpalkkion 100 euroa warrantilta.

(Alexandria 2016W)

Warrantteja voi muokatta myös riskin mukaan, kohde-etuutta muokkaamalla. Riskisuoja ei ole yhtä tehokas kuin muissa strukturoiduissa tuotteissa, mutta sijoitettulle pääomalle löytyy markkinoilta myös vaihtoehtoja, jotka turvaavat sijoituksen hinnan mikäli kohde-etuus ei ole juoksuajan lopussa tappiolla. Suojauksen ulkopuolelle jää kuitenkin sijoituksen merkintähinta.

Case-esimerkki: Kehittyvät Bonus Sijoituswarrantti 2

Kohde-etuus: S&P Emerging Markets Low Vol Select Synthetic PR Index EUR -osakeindeksi

Juoksuaika: Noin 5 vuotta.

Warrantin hinta: 1700 EUR + 100 EUR Merkintäpalkkio

Laskennallinen sijoitettava pääoma: 10 000 EUR

Tuottokattuo: Ei tuottokattoa

(Alexandria 2016WB)

Tässä Warrantissa ei ole tuottokattoa, mutta juoksuaika on vuodella pidempi ja merkintäpalkkio on 200 euroa korkeampi. Mielenkiintoista on se, ettei sillä ole vaikutusta merkintäpalkkioon, joka pysyy samana kiinteänä 100 euron palkkiona. Laskennallinen sijoitettavat pääoma on sama kuin edellisessä Warrantissa joka on 10'000, mutta lainavipuvaikutus on tällä näin ollen alhaisempi.

Tuotonlaskentaesimerkkejä (esimerkeissä oletetaan alustava tuottokerroin 100 %)

| Indeksin tuotto ¹ | Warrantin erääntymisarvo | Warrantin ostohinta ² | Warrantin tuotto | Warrantin laskennallinen vuotuinen tuotto |
|------------------------------|--------------------------|----------------------------------|------------------|---|
| -10 % | 0 € | 1 800 € | -100 % | -100,0 % |
| -5 % | 0 € | 1 800 € | -100 % | -100,0 % |
| 0 % | 1 700 € | 1 800 € | -6 % | -1,1 % |
| 5 % | 1 700 € | 1 800 € | -6 % | -1,1 % |
| 10 % | 1 700 € | 1 800 € | -6 % | -1,1 % |
| 15 % | 1 700 € | 1 800 € | -6 % | -1,1 % |
| 18 % | 1 800 € | 1 800 € | 0 % | 0,0 % |
| 20 % | 2 000 € | 1 800 € | 11 % | 2,1 % |
| 30 % | 3 000 € | 1 800 € | 67 % | 10,6 % |
| 40 % | 4 000 € | 1 800 € | 122 % | 17,0 % |
| 50 % | 5 000 € | 1 800 € | 178 % | 22,3 % |
| 60 % | 6 000 € | 1 800 € | 233 % | 26,8 % |
| 70 % | 7 000 € | 1 800 € | 289 % | 30,7 % |

(Alexandria 2016WB)

Kuten ylläolevasta tuotonlaskentataulukosta näkee, Warrantin hinnan saa vielä takaisin mikäli kohde-etuus ei ole tappiolla Warrantin sijoitusajan loputtua. Sijoituksen nettotuotto on tällöin -6%, koska suoja ei koske 100 euron merkintäpalkkiota. Tämän voi mieltää osittaiseksi

pääomasuojaksi, jonka pitäisi riittää sijoittajalle, joka ei usko kohde-etuuden arvonlaskuun Warrantin juoksuaian päätyttyä.

Warrantit ovat siis sijoittajille, joilla on korkea riskinsietokyky ja valmius jopa menettää sijoittamansa pääoma kokonaan. Markkianäkemyks on heillä myös voimakkaasti positiivinen ja he odottavat suotuista kohde-etuuden kehitystä. Johtuen Warranteissa mukana tulevasta vivusta, Warranttien kohde-etuus on yleensä jokin erittäin likvidi sijoitusinstrumentti, jolla on pörssissä suuret kaupankäyntivolyymit. (Célérier & Vallée 2016, 3)

2.1.2 Autocall

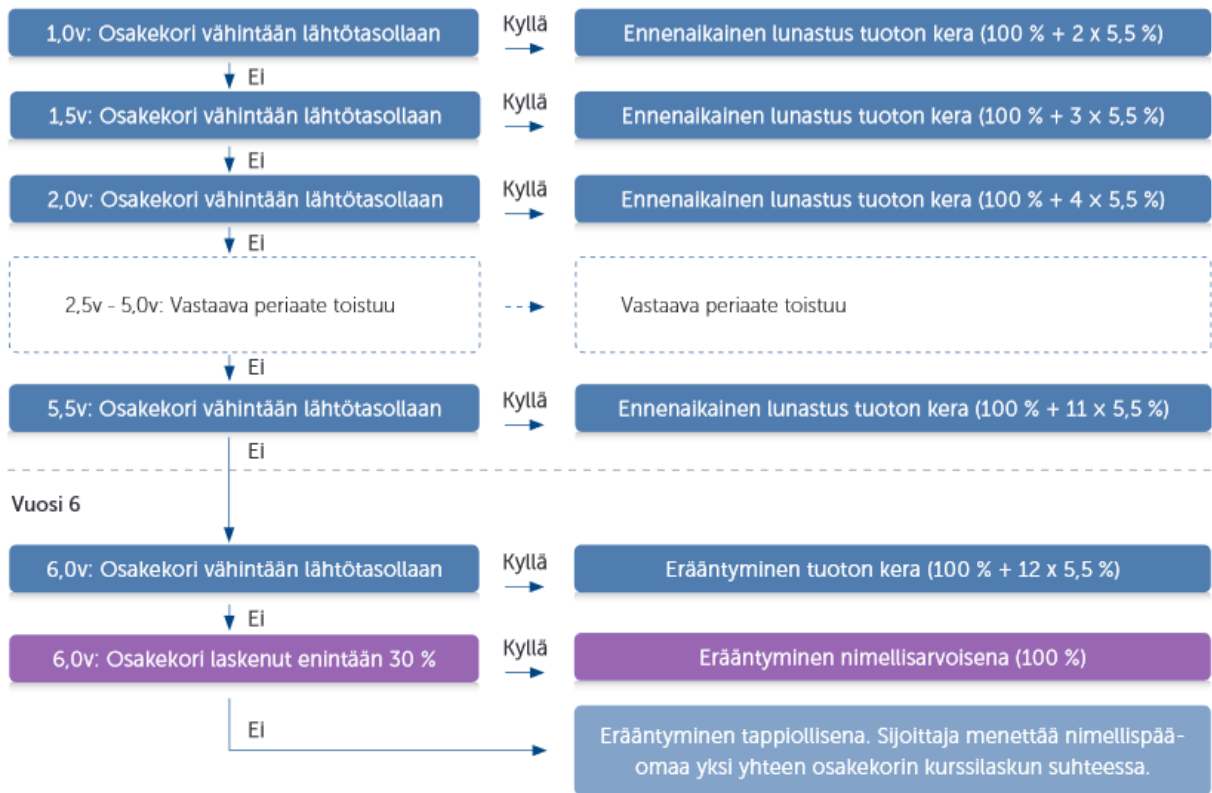
Autocall tulee sanoista "auto" eli automaattinen ja "call" viittaa osto-optioihin. Autocall-malliset strukturoidut tuotteet ovat olleet erittäin suosittuja viimeiset kymmenen vuotta.

Autocallissa on aina jokin tietty kohde-etuus, joka voi olla käytännössä mikä vain pörssisijoituksen kohde, mutta yleisimmin käytetyt ovat yksittäiset osakkeet, osakeindeksit - tai korit. Muita suosittuja kohde-etuuksia tosin paljon vähemmän käytettyinä ovat hyödykkeet ja valuutat joko yksittäin, indeksinä tai korina. Tuotto on ennalta määritelty kohde-etuuden kehityksen mukaan ja mikäli se täyttyy sijoitus raukeaa ja tuotto sekä pääoma maksetaan sijoittajille ulos. Tuotto määritellään tarkastelujakson mukaan esim. 5,5% per puoli vuotta ja se maksetaan jokaiselta kertyneeltä tarkastelujaksolta mikäli kohde-etuuden ehdt täyttyvät tarkastelupäivänä. Kohde-etuuden tuottoa ei tarkastella dynaamisesti vaan ennalta määrätyn väliajoin kuten vuoden tai puolen vuoden välein. Mikäli kohde-etuuden arvo ei ole laskenut tällä aikavälillä, maksetaan sijoittajille heidän pääomansa ulos plus kertynyt ennalta määrätty kuponkikorko. Muussa tapauksessa sijoitus jatkuu seuraavaan kohde-etuuden arvontarkastuspäivään. Mikäli kohde-etuuden arvonkehityksen ehdot eivät tuotteen juoksuaikana täyty minään tarkasteluajankohtana, sijoitus raukeaa strukturoidun tuotteen juoksuaian päätyttyä. Yleensä tuottoa ei tule mikäli kohde-etuuden kehitysehdot eivät täyty ja se ei raukea ennenaikaisesti. (Deng, Mallet & McCann 2011, 1-4)

Tästä voidaan ottaa esimerkkinä Autocall, jossa on 5,5% puolivuositainen kasvava tuotto, 30% arvonlaskusuoja ja 1-6 vuoden juoksuaika.

Havainnollistus tuoton määräytymisestä (esimerkissä oletetaan alustava kasvava tuotto 5,5 %)

Puolivuosittaiset havaintopäivät vuodesta 1 alkaen



(Alexandria 2016)

Autocallien juoksuajat vaihtelevat, mutta ne ovat tyypillisesti 4-6 vuotta ja tarkastuspäivät 6-12kk välein.

Autocall-tyyppiset tuotteet sopivat sijoittajalla, jolla on neutraali markkinanäkemyks. Sijoittajan kannalta riittää mikäli markkinat eivät tuota mitään, mutta eivät laskekaan. Tätä kutsutaan "sivuttaisuuntaiseksi" markkinakehitykseksi, jossa kohde-etuuden hinta sahaa paikallaan. Esim. Jos osakkeen arvo on kolmen vuoden päästä noussut 1% ja Autocallin kuponkikorko on 10% / vuosi saa sijoittaja pääomansa sekä $3 \times 10\% = 30\%$ tuoton pääomalleen.

Case-esimerkki: **Danske Bank AUTOCALL EURO STOXX 50 II**

Kohde-etuus: EURO STOXX 50 –osakeindeksi

Kuponkituotto: 7,70% p.a.

Juoksuaika. 1-5 vuotta.

Liikkeeseenlaskija: Danske Bank

Jos sijoitus ei ole erääntynyt ennenaikaisesti ja osakekori on viimeisenä havaintopäivänä laskenut yli 30 % lähtötasostaan, sijoittaja menettää nimellispääomaa yksi yhteen osakeindeksin kurssilaskun suhteessa.

(Danske Bank 2015)

Autocalleissa yhdistyy yleensä myös osittainen pääomasuoja rajattuja tappioita vastaan keskimäärin noin 20-50%. Mikäli autocall ei ole rauennut yhtenäkkään tarkastelupäivänä ja on edennyt sen juoksuajan loppuun voi sijoittajalle syntyä pääomatappioita, jos kohde-etuuden arvo on laskenut ali suojatason. Tässä tapauksessa pääomasuoja ei olekaan enää voimassa vaan sijoittaja kantaa täyden arvonnaskun. Mikäli kohde-etuuden arvo jää suojatason yläpuolelle sijoituksella on täysi pääomasuoja. (Deng, Mallet & McCann 2011, 3)

Autocall-tuotteissa tuotto voi olla myös maksettavissa mikäli huonoimmin kehittyneen kohde-etuuden arvo juoksuajan lopussa jää suojarajan yläpuolelle. Alexandrian autocall-bonus tuotteissa on saanut puolet kertyneestä korosta juoksuajan lopussa mikäli mikään kohde-etuus ei ole alittanut suojarajaa.

Case-esimerkki: **Verkkoyhtiö Bonus Autocall**

Kohde-etuus: EURO STOXX 50 –osakeindeksi

Kuponkituotto: 9,00% / 6kk

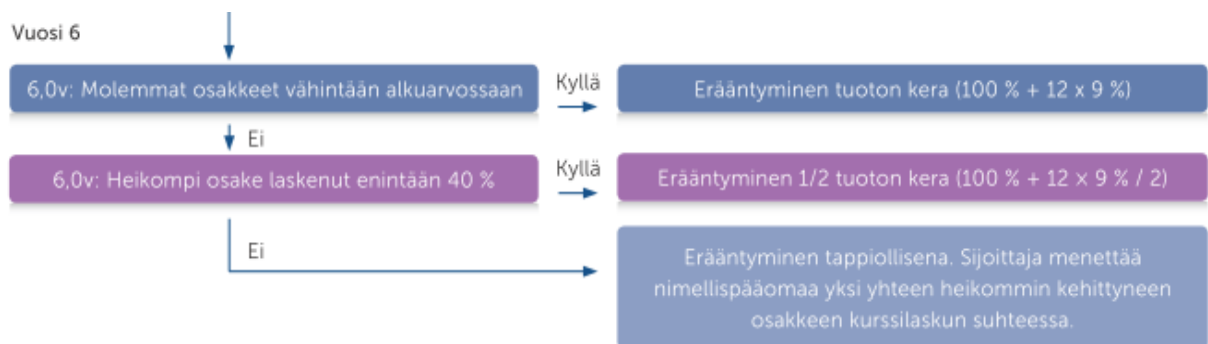
Juoksuaika. 1-6 vuotta.

Liikkeeseenlaskija: BNP-Paribas Arbitrage Issuance B.V.

Jos sijoitus ei ole erääntynyt ennenaikaisesti ja osakekori on viimeisenä havaintopäivänä laskenut yli 40 % lähtötasostaan, sijoittaja menettää nimellispääomaa yksi yhteen osakeindeksin kurssilaskun suhteessa. Mikäli yksikään kohde-etuus on laskenut alle sen alkuarvon kertyneestä kuponkituotosta maksetaan puolet.

(Alexandria 2016V)

Tämänkaltaiset autocall-tuotteet ovat suunnattu varovaisimmille sijoittajille ja tuottosaanti on varmempaa johtuen siitä ettei ole vaatimusta, että kohde-etuuksien on oltava lähtöarvossaan tai sen yläpuolella tuoton saamiseksi. Alla vielä taulukko, joka havainnollistaa juoksuaian lopussa tapahtuvaa algoritmia.



Yhteenvedona autocallista voisi sanoa, että se on sijoitus kohde-etuuteen pääomasuojalla, mutta myös tuottokatolla. Mukana tuleva ehdollinen pääomasuoja, joka suojaa negatiiviselta muttei katastrofiselta kehitykseltä on piensijoittajille hyvin houkutteleva. Sijoittajat eivät tyypillisesti usko katastrofaalisiin skenaarioihin mutteivät myöskään tavoittele ylisuurta tuottoa. Esim. jos sijoittajalle riittää 10% per vuosi tuotto, hän saattaa mieluusti uhrata ylimenevän mahdollisen arvonehityksen vastineeksi -30% tappiosta viiden vuoden aikavälillä.

Autocall tyyppisten strukturoitujen tuotteiden kysyntä on ollut tasaisessa kasvussa sitten 2008 finanssikriisin jälkeen jolloin pääoma- ja tappiosuojien kysyntä sijoitustuotteissa kasvoi (Deng, Mallet & McCann 2011, 2).

2.1.3 Luottokori

Luottokorit ovat luottoriskijohdannaisiin perustuvia sijoituksia, jossa strukturoidun tuotteen sijoittaja takaa pääomallaan yrityslainoja korkotuottoa vastaan. Korko voi olla joko kiinteä, ohjauskorkoon sidottu, molemmat tai niiden yhdistelmiä. Tyypillisesti luottokorit ovat 5-7 vuoden pituisia sijoituksia ilman ennenaikaisen lunastuksen mahdollisuutta. Liikkeeseenlaskijan takaama jälkimarkkina toki toimii aina mikäli sijoittaja haluaa irtaantua sijoituksesta. (Lochte Jorgensen, Norholm & Skovmand 2012, 2)

Case-esimerkki: **Pohjola Yrityskorko Eurooppakori II/2016**

Kohde-etuus: Markit iTraxx® Europe Crossover Series 25 –indeksi. (75 yritystä)

Korko: 4,00% p.a.

Laina-aika: 5 vuotta.

Liikkeeseenlaskija: OP-Pohjola

(OP-Pohjola 2016)

Tänä päivänä luottokorissa on yrityksiä tyypillisesti 50-100 kappaletta ja niiden luottoluokitukset B – C tasoa eli riskilainaluokkaa. Yrityslainat kerätään indekseihin, joista ne sitten viipaloidaan strukturoituihin tuotteisiin. Yritykset ovat pääasiallisesti suuria eurooppalaisia tai amerikkalaisia yhtiöitä. Luottokorit maksavat kuponkikorkoa normaalin velkakirjan tapaisesti sijoittajille kerran vuodessa. Koroista vähennetään tietenkin ne yritykset, joilla on tapahtunut luottovastuutapahtuma. Tuotto voidaan tosin määrittää ei-korkoperusteiseksi ja sitouttaa se muun kohde-etuuden kehitykseen kuten vaikkapa rahastojen tai osakkeiden.

Case-esimerkki: **Alexandria Tähtirahastot Teho Yhdistelmälaina 12**

Kohde-etuus: Neljästä varainhoitorahastosta koottu rahastokori, jonka arvonkehitys vaikuttaa eräpäivänä maksettavan tuoton määrään.

Viiteindeksi: Markit iTraxx Europe Crossover indeksin sarja 25 (75 yhtiötä)

Tuotto: Rahastokorin tuotto 225% tuottokertoimella

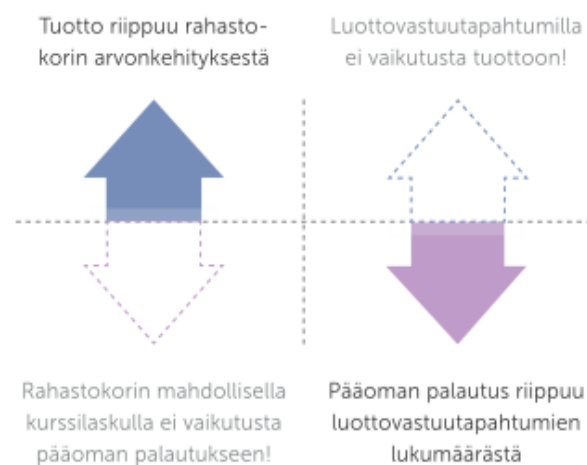
Juoksuaika: 5 vuotta.

Liikkeeseenlaskija: Skandinaviska Enskilda Banken (SEB)

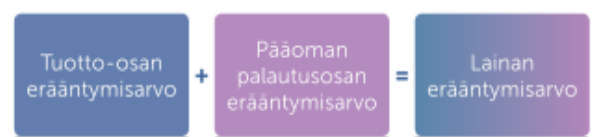
(Alexandria 2016T)

Luottokoreihin tehdään usein yhdistelmätuotteita, joissa erotellaan sijoituksen riski ja tuotto-osuuden kohde-etuudet. Toisin sanoen se mikä vaikuttaa riskiin ja se mistä tuotto muodostuu ovat eri kohde-etuuksia. Alle graafinen havainnollistaminen Alexandria Tähtirahasto-strukturoidusta tuotteesta.

Havainnollistus yhdistelmäsijoituksesta



Tuotonlaskennan periaate



Lainan erääntyessä sijoittajalle maksettava erääntymisarvo on Tuotto-osan ja Pääoman palautusosan erääntymisarvojen summa.

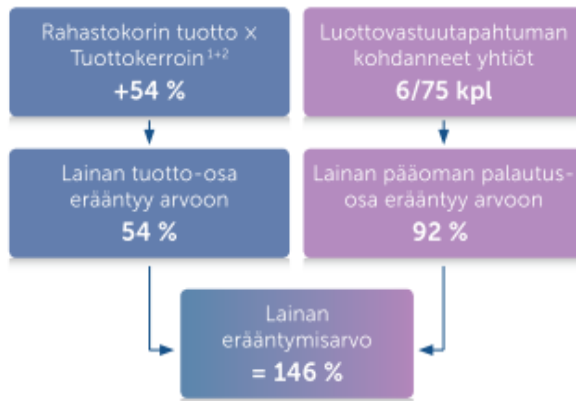
- Tuotto-osan erääntymisarvo määräytyy rahastokorin arvonkehityksen perusteella.
- Pääoman palautusosan erääntymisarvo määräytyy viiteindeksin yhtiöihin luottovastuuaikana kohdistuvien luottovastuutapahtumien perusteella.

(Alexandria 2016T)

Tässä yhdistyy rahastokorin lisäksi myös vipu, joka kertoo kaikki rahastokorin tuotot 2,25x sijoitusajan lopussa. Sijoitus ei siten ole suoraan rahastoihin vaan sen tuotto-osuus rakennetaan rahastoihin kohdistuvista vivutetuista johdannaisista. Tuotteesta koituvat tappiot lasketaan puhtaasti taas luottokorin kehityksen perusteella. Jokainen luottovastuutapahtuma alentaa palautettavaa pääomaa 1,33%. Alle tuotonlaskentaesimerkkejä:

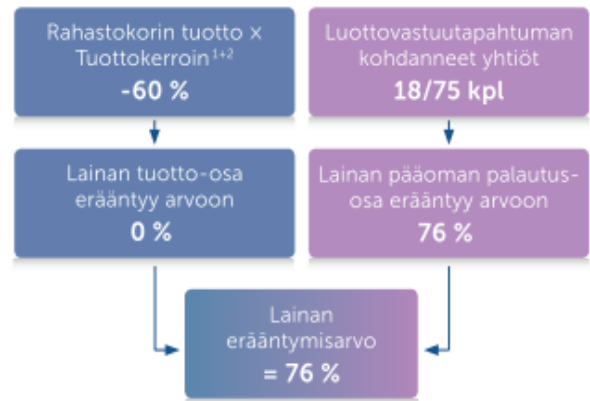
Esimerkin 1 positiivisessa markkinaskenaariossa tuotto-osa erääntyy arvoon 54 % nimellisarvosta (=Rahastokorin tuotto 24 % x tuottokerroin 225 %).¹⁺² Esimerkissä luottovastuutapahtuman on kokenut 6 viiteindeksin yhtiötä, joten pääoman palautusosa erääntyy arvoon 92 % (=100 % - 6 x 1/75).

Esimerkki 1: Erääntyminen tuotolla



Esimerkin 2 negatiivisessa markkinaskenaariossa tuottoa ei makseta, mutta sijoittaja ei myöskään osallistu rahastokorin arvonnaskuun. Esimerkissä luottovastuutapahtuman on kokenut 18 viiteindeksin yhtiötä, joten pääoman palautusosa erääntyy arvoon 76 % (=100 % - 18 x 1/75).

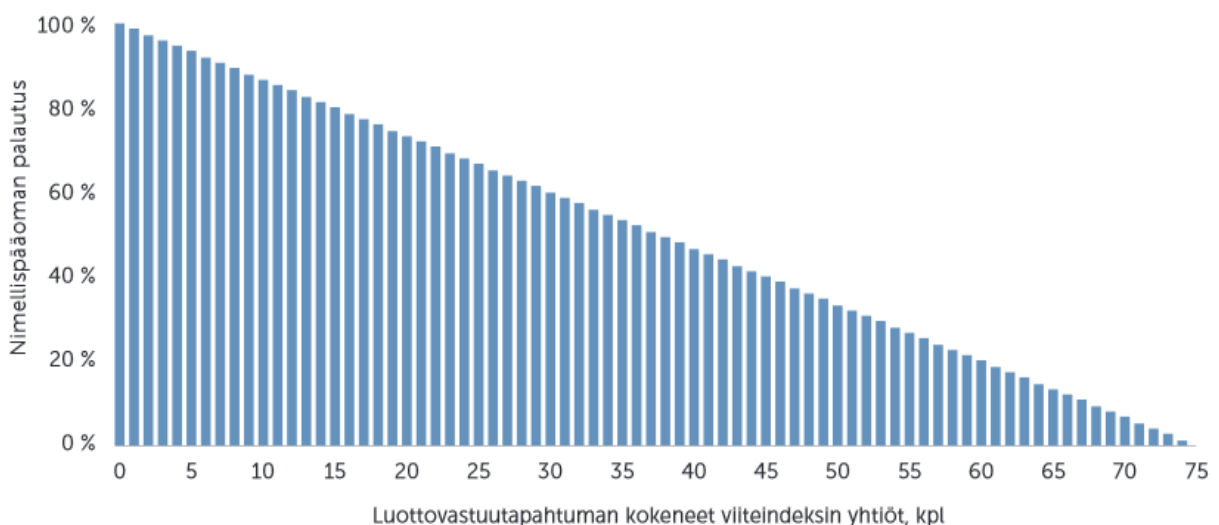
Esimerkki 2: Erääntyminen tappiollisena



(Alexandria 2016T)

Tämä on suurin ja olennaisin ero luottokorin ja perinteisen korkorahaston välillä, koska korkorahastossa lainapääoman on mahdollista saada osittain takaisin, kun luottokorissa sen menettää aina 100%:sesti luottovastuutapahtuman kohdatessa. Luottovastuutapahtumaksi lasketaan tyypillisesti vähintään 1 miljoonan euron arvoisen erän maksamatta jättäminen. Luottovastuutapahtuma ei kuitenkaan ole sama kuin konkurssi. (Lochte Jorgensen, Norholm & Skovmand 2012, 3)

Kuvaaja jäljellä olevan nimellispääoman määräytymisestä



Luottovastuutapahtuman kokeneet yritykset ja niihin sijoitettu lainapääoma putoavat välittömästi pois luottokorista ja sijoittaja menettää $1/x$ osan sijoitetusta pääomastaan missä x on luottokorissa olevien yritysten määrä. Myös luottokorin korko pienenee saman prosentin verran. Luottokorien korko- ja tappioehdot voivat tosin vaihdella. Osa luottokoreista sisältää suojan tiettyä määrää luottotappioita vastaan missä luottovastuutapahtumat eivät alenna pääomaa vaan ainoastaan vaikuttavat maksetun koron määrään. Vastapainona pääomatappio on paljon rankempi per luottotappio mikäli niitä tulee yli suojatun määrän.

Case-esimerkki: Alexandria Luottokori Pohjois-Amerikka Tuottohakuinen 4

Kohde-etuus: Markit CDX North America High Yield -indeksin sarja 26 (100 yhtiötä)

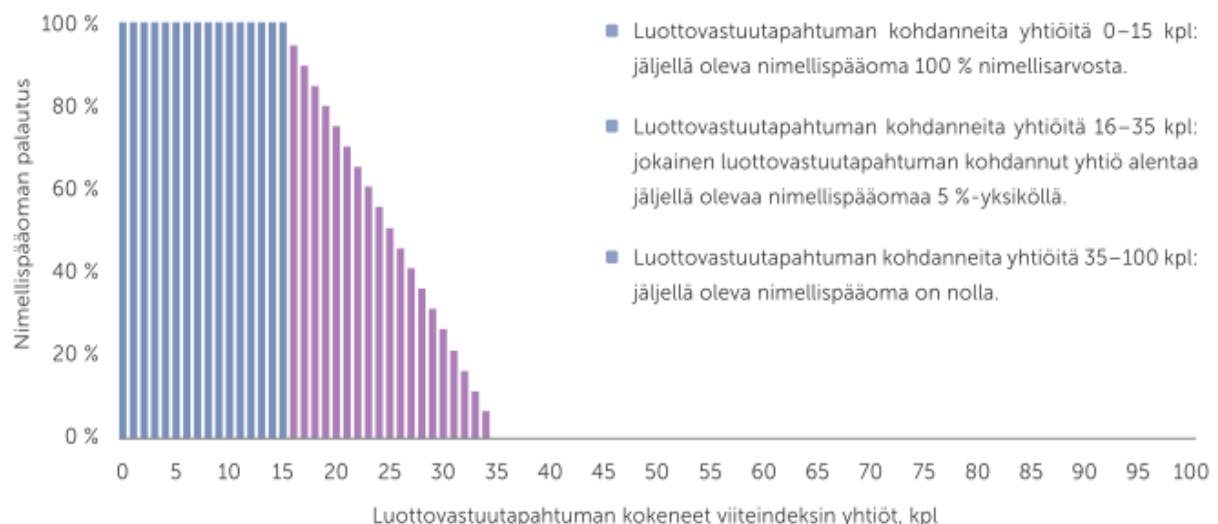
Tuotto: 7% per vuosi

Suoja: Ensimmäiset 15 luottovastuutapahtumaa eivät vaikuta tuottoon tai eräpäivänä takaisin maksettavaan pääomaan. Jokainen seuraava luottovastuutapahtuma pienentää 5 %-yksiköllä jäljellä olevaa nimellispääomaa, jolle myös tuotto maksetaan.

Liikkeeseenlaskija: Skandinaviska Enskilda Banken (SEB)

(Alexandria 2016L)

Kuvaaja jäljellä olevan nimellispääoman määräytymisestä



(Alexandria 2016L)

Luottokorit eivät ole sidoksissa osakemarkkinoihin ja ovat siten suosittuja enemmän riskiä kaihtavien tai markkinapessimististen sijoittajien keskuudessa. Alexandrian luottokorit ovat olleet vain kahdesta eri maanosasta: Euroopasta ja Yhdysvalloista (Alexandria 2016).

Luottokorien ei toisaalta tarvitse aina pohjautua yrityslainoihin vaan koronmaksu voi myös pohjautua valuuttakursseihin.

Case-esimerkki: **Alexandria Kehittyvä Korko Kuponki**

Kohde-etuus: Valuuttakori, joka muodostuu tasapainoin valuuttapareista: euro—Brasilian real, euro—Etelä-Afrikan rand, euro—Intian rupia, euro—Indonesian rupia, euro—Kiinan juan, euro—Meksikon peso ja euro—Venäjän rupla.

Tuotto: 5% p.a. ensimmäiset 4 vuotta

Erääntymisarvo: 130 % nimellispääomasta, jos valuuttakorin arvo ei muutu euroon nähden

Juoksuaika: 5,1 vuotta

Liikkeeseenlaskija: Danske Bank A/S

(Alexandria 2016K)

Kyseisessä strukturoidussa korkotuotteessa, tuote maksaa kiinteää 5% kuponkia ensimmäiset neljä vuotta. Viidentenä vuonna tuotto muodostuu ainoastaan erääntymisarvosta, joka on pääoma plus 30% mikäli valuuttakorin ja euron välinen vaihtosuhte on sama kuin sijoituksen lähtöpäivänä. Muussa tapauksessa erääntymisarvo voi olla suurempi tai pienempi riippuen valuuttakorin ja euron välisestä vaihtokurssista. Jos valuuttakori on vahvistunut euroa kohti juoksuaajan lopussa niin se nostaa erääntymisarvo ja päinvastoin mikäli heikentynyt.

Havainnollistus tuoton määräytymisestä

| Valuuttakorin muutos ¹ | Erääntymisarvo ennen valuuttakorin muutosta ² | Sertifikaatin erääntymisarvo | Sertifikaatin erääntymisarvo ja korkotuotot | Sertifikaatin tuotto | Sertifikaatin vuotuisen tuotto sijoitetulle pääomalle |
|-----------------------------------|--|------------------------------|---|----------------------|---|
| +10 % | 130 % | 140 % | 160 % | 56,9 % | 9,3 % |
| 0 % | 130 % | 130 % | 150 % | 47,1 % | 7,9 % |
| -10 % | 130 % | 120 % | 140 % | 37,3 % | 6,4 % |
| -20 % | 130 % | 110 % | 130 % | 27,5 % | 4,9 % |
| -30 % | 130 % | 100 % | 120 % | 17,6 % | 3,2 % |
| -40 % | 130 % | 90 % | 110 % | 7,8 % | 1,5 % |
| -50 % | 130 % | 80 % | 100 % | -2,0 % | -0,4 % |
| -70 % | 130 % | 60 % | 80 % | -21,6 % | -4,7 % |
| -100 % | 130 % | 30 % | 50 % | -51,0 % | -13,1 % |
| -130 % | 130 % | 0 % | 20 % | -80,4 % | -27,4 % |

(Alexandria 2016K)

Ylläolevan taulukon mukaan break-even tilanne olisi mikäli valuuttakori on heikentynyt -50% euroon nähden, koska erääntyneet korkotuotot paikkaavat vajaavaista pääoman palautusta.

2.1.4 Pääomaturvatut sijoitukset

Pääomaturvattujen sijoituksien suosio on viime vuosina laskenut strukturoitujen tuotteiden markkinoilla (Bloomberg 2015) ja sama on pätenyt Suomessakin vaikka vuoden 2015 aikana niiden myynti nousi 35,69%. Vuoden 2015 myyntivolyymi on kuitenkin silti vasta noin 40% vuoden 2011 huipputasosta.

| TUOTTEEN RAKENNE | | | | | | |
|--|--------|--------|---------|---------|---------|----------|
| Pääomaturva** | 682,5 | 503,0 | 827,2 | 1.333,6 | 1.688,2 | 35,69 % |
| Pääomaturva riippuu kohde-etuuden kehityksestä | 1171,3 | 1258,9 | 1.107,3 | 850,6 | 726,9 | -6,96 % |
| Preemioluonteinen sijoitus | 63,2 | 91,9 | 152,9 | 121,9 | 134,0 | -31,23 % |

(FSPA 2016)

Alexandria Pankkiiriliike ja muut sijoituspalveluyhtiöt eivät ole viime vuosina tehneet täysin pääomasuojattuja tuotteita johtuen erittäin alhaisesta korkotasosta. Pankit ja liikkeeseenlaskijat ovat tosin niitä tarjonneet. Ongelmaksi tänä päivänä pääomaturvatuissa tuotteissa muodostuu pääomaturvattujen tuotteiden heikko tuottopotentiali.

Case-esimerkki: **Nordea Osakeobligatio Eurooppa**

Kohde-etuus: 10 eurooppalaisen yhtiön osakekori

Tuotto: 70% osakekorin kehityksestä

Erääntymisarvo: 100% sijoitetusta pääomasta

Ylikurssi: 107%

Juoksuaika: 6 vuotta

Liikkeeseenlaskija: Nordea Markets

(Nordea 2016)

Kuten esimerkin tiedoista näkee, on kyseessä sijoitus 10 osakkeen koriin pääomaturvatusti, mutta arvonkehitys huomioidaan vain 70%:sesti tuotonkehityksessä. Tärkeää on myös

huomioida 107%:n ylikurssi, joka käytännössä tarkoittaa yksinkertaisesti vain 7% merkintäkulua, koska pääomasuoja ei koske ylikurssin osaa. Täten 100% pääomasuoja on hieman harhaanjohtava, koska sijoitetusta rahasta voi varmuudella saada vain 93,45% takaisin.

2.2 Strukturoitujen tuotteiden kustannusrakenne

Strukturoiduissa tuotteissa kustannukset jakautuu pääasiallisesti kahteen kategoriaan: Liikkeeseenlaskijan asettamaan preemioon ja strukturoidun tuotteen myyvän organisaation myyntipalkkioon. Näiden kahden tahon ei välttämättä tarvitse olla eri organisaatioita. Liikkeeseenlaskijapankit usein tarjoavat strukturoituja tuotteita jolloin molemmat kustannukset sisältyvät preemioon tai tuotteen ehtoihin.

Liikkeeseenlaskija sisällyttää oman katteensa niihin sijoitusinstrumentteihin, jotka toimivat komponentteina strukturoidussa tuotteessa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä hintaa, jolla investointipankki on valmis myymään strukturoidussa tuotteessa käytettävät johdannais sopimukset. Strukturoituja tuotteita tilaavat tahot tyypillisesti kilpailuttavat tämän prosessin ja valitsevat sellaisen investointipankin liikkeeseenlaskijakseen, joka tarjoaa komponentit halvimmalla. Periaate on aika lailla sama, kuin minkä tahansa muunkin tuotteen alihankintaprosessissa esimerkiksi elektroniikassa. Nokia puhelimet suunnittelee Nokia, mutta niiden fyysinen valmistaja on alihankkija Foxconn. Laadullisesti tosin strukturoiduissa tuotteissa komponenttien ainoa ero on niiden liikkeeseenlaskijan luottokelpoisuus. Käytännössä tosin tämä ei ole koskaan huolen aihe, koska liikkeeseenlaskijoiksi kelpuutetaan ainoastaan kaikkien suurimmat ja vakavaraisimmat investointipankit, mutta täysin huoleton aihe ei ole, koska liikkeeseenlaskijoita on mennyt myös konkurssiin kuten Lehman Brothers vuonna 2008.

Sijoituspalveluyritykset ja pankkiiriliikkeet, jotka ainoastaan myyvät strukturoituja tuotteita, mutta eivät toimi liikkeeseenlaskijoina sisällyttävät myyntipalkkionsa edelleen kahdessa osassa:

- 1) Strukturointikustannuksena (0,75% – 1,2% / vuosi)
- 2) Merkintäpalkkiona (0-2%)

Toisin kuin rahastoissa, strukturoiduissa tuotteissa kaikki palkkiot veloitetaan heti sijoituksen alussa. Näin myyjä ei kanna mitään riskiä tuotteen kehityksen suhteen liittyen omaan palkkioonsa. Strukturointikustannus veloitetaan aina maksimijuoksuajan mukaan eikä siitä palautetan mitään takaisin vaikka sijoitus erääntyisikin ennen aikaisesti. Palkkiot peritään enimmäkseen sijoitetusta pääomasta, mutta osa palkkioista peritään sijoituspääoman päälle tulevana kaupankäyntikuluna kuten merkintäpalkkiona tai ylikurssina. Tämän vuoksi tämä sijoituspääoman päälle tuleva kulu on helposti näkyvä osa, kun taas muut kulut, sijoituskomponenttien katteet ja strukturointikustannus leivotaan strukturoidun tuotteen sijoitusehtoihin. Esimerkiksi, jos vaikkapa velkakirjan tuotto olisi 7% p.a. ja strukturointikustannus 1% p.a. niin strukturoidun tuotteen tarjottua kuponkikorkoa mainostettaisiin silloin 6% p.a.

Bergstresser (2009) ja Henderson & Pearson (2009) tekemien tutkimuksien mukaan strukturoitujen tuotteiden kokonaiskustannus on ollut keskimäärin 6% tasoa per sijoitus, mutta tämä luku on vaihtelee juoksuajan pituudesta riippuen. Pidemmän juoksuajan strukturoidut tuotteet sisältävät suuremman strukturointikustannuksen.

3. Sijoittaminen strukturoituihin tuotteisiin

Tässä kappaleessa on tarkoitus esitellä strukturoidut tuotteet niin käytännön kuin teorian kannalta. Aloitan tämän kappaleen katsauksella Suomen strukturoitujen tuotteiden markkinaan ja keskeisiin strukturoitujen tuotteiden myyjiin. Seuraavaksi esittelen Alexandria Pankkiiriliikkeen jonka asiakkailla haastattelututkimus on toteutettu. Käyn läpi Ville Kaikkosen, Alexandrian strukturoitujen tuotteiden kehityksestä vastaavan johtajan haastattelun pohjalta läpi kuinka käytännössä strukturoitujen tuotteiden myynti ja suunnittelu on toteutettu palveluntarjoajan puolelta. Kappaleen lopussa on kirjallisuuskatsaus aikaisempiin strukturoituihin tuotteisiin liittyviin tutkimuksiin, jonka tarkoituksena on esitellä teorian lähestymistapa strukturoitujen tuotteiden sijoituksiin.

3.1 Strukturoitujen tuotteiden myynti Suomessa

Strukturoituja tuotteita tarjoavat Suomessa kaikki suurimmat pankit sekä sijoituspalveluyhtiöt. Suomen strukturoitujen tuotteiden yhdistyksen mukaan vuonna 2015 neljä suurinta strukturoitujen tuotteiden myyjää alalla olivat pankit (Nordea 28,79%, Danske Bank 15,84%, OP Ryhmä 13,75% ja SEB 12,45%) kokonaismarkkinaosuudella 70,83%, joita seurasivat sijoituspalveluyhtiöt Alexandria Pankkiiriliike 9,53% ja UB Omaisuudenhoito 5,99%. Strukturoituiksi tuotteiksi näissä luvuissa lasketaan ainoastaan yli 12kk pituiset tuotteet.

| Jäsen | 2015 |
|--------------------------------|---------|
| Nordea | 28,79 % |
| Danske Bank | 15,84 % |
| OP Ryhmä | 13,75 % |
| SEB | 12,45 % |
| Alexandria Pankkiiriliike | 9,53 % |
| UB Omaisuudenhoito | 5,99 % |
| Handelsbanken | 3,45 % |
| Suomen Pankkiiriliike | 2,80 % |
| Mandatum | 2,29 % |
| FIM/S-pankki/LähiTapiolapankki | 2,29 % |
| Evli Pankki | 1,78 % |
| eQ Varainhoito | 1,03 % |

(FSPA 2016, 2)

Suomen strukturoitujen tuotteiden yhdistyksen mukaan toimijoiden määrä alalla Suomessa on viime vuosina vähentynyt, mutta sillä ei ole ollut vaikutusta kokonaismyyntivolyymeihin. Strukturoitujen tuotteiden sijoituskohteista osakkeet ovat olleet ylivoimaisesti suosituin sijoituskohde viime vuosien aikana. Toiseksi suosituin taas on ollut luottoriskiin pohjautuvat sijoitukset mikä tarkoittaa käytännössä yrityslainoja.

| MYYNTIVOLYYMIT (M €) | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | Kasvu (%) |
|----------------------|-------|-------|-------|---------|---------|-----------|
| KOHDE-ETUUS | | | | | | |
| Osake | 862,5 | 742,8 | 927,2 | 1.116,8 | 1.251,9 | 16,11 % |
| Korko | 188,9 | 27,5 | 205,2 | 498,7 | 492,5 | 586,91 % |
| Luottoriski | 651,6 | 803,7 | 777,4 | 609,6 | 569,3 | -18,92 % |
| Hyödyke | 16,7 | 31,2 | 19,2 | 18,4 | 135,6 | -46,47 % |

(FSPA 2016, 1)

3.2 Alexandria Pankkiiriliike

Suomessa toimivat pankit eivät tarjoa strukturoituja tuotteita piensijoittajille yhtä voimakkaasti kuin sijoituspalveluyhtiöt. Strukturoitujen tuotteiden myynti on keskitetty lähinnä pankkien private banking puolelle missä hoidetaan pankin varakkaita asiakkaita. Varakkaan asiakkaan minimi sijoitusvarallisuus vaihtelee pankin mukaan, mutta alarajat liikkuvat 50 – 100 000 euron välillä.

Sijoituspalveluyhtiöt myyvät strukturoituja tuotteita aktiivisesti jo muutaman tuhannen euron varallisuuden omaaville asiakkaille. Alexandria Pankkiiriliike on Suomen suurin strukturoitujen sijoitusten myyjä sijoituspalveluyhtiöiden kategoriassa 9,53% markkinaosuudellaan, joka on 59% suurempi kuin lähin kilpailija UB Omaisuudenhoito markkinaosuudellaan 5,99%.

Alexandria Pankkiiriliike on perustettu vuonna 1996 ja on täysin suomalainen sijoituspalveluyhtiö. Yhtiön toiminta on rajoitettu vain Suomeen eikä sillä ole mitään toimintaa ulkomailla. Tänä päivänä Alexandrialla on myös Suomen suurin konttoriverkosto kaikista sijoituspalveluyhtiöistä, yhteensä 26 konttoria yhtä monella paikkakunnalla. Asiakasmääräkseen Alexandria ilmoittaa verkkosivuillaan www.alexandria.fi 70 000, joita palvelee noin 300 sijoitusalan ammattilaista.

Asiakashankinta hoituu talon sisäisesti oman ajanvarausyksikkönsä kautta, joita on useita eri puolilla Suomea. Asiakashankinta on suoramarkkinointia puhelimen kautta, jossa sijoitusneuvojen assistentit varaavat aikoja tapaamisiin. Asiakkaiksi kelpuutetaan kaikki, joilla on edes teoreettinen mahdollisuus säästää 150 euroa kuukaudessa (Alexandria 2016). Strukturoituihin tuotteisiin minimi merkintä on tosin 5000 euroa (Kaikkonen 2016).

Strukturoituja tuotteita voi Alexandriassa merkitä suoraan taikka sijoitusvakuutuksen kautta. Molemmissa ratkaisussa säilytyksen hoitaa SEB pankki. Normaali merkintäpalkkio Alexandrian strukturoituihin tuotteisiin on 2% sijoitetusta summasta. Sijoitus sisältää myös strukturointikustannuksen, joka on tällä hetkellä 1,2% per vuosi. Yleisin juoksuaika on strukturoiduilla tuotteilla vuonna 2016 viisi vuotta. Tämän on havaittu olevan suosituin sijoitushorisontti piensijoittajien kohdalla.

Alexandria Markets

Alexandria Markets on Alexandria-konsernin strukturoituihin sijoitustuotteisiin erikoistunut yksikkö. Yhtiö keskittyy strukturoitujen sijoitustuotteiden liikkeeseenlaskujen järjestämiseen ja myyntiin. Alexandria Markets on verraten uusi ja aloittanut toimintansa vuodesta 2013.

Kasvu Alexandria Marketsissa on kuitenkin ollut huimaa ja vuonna 2015 yhtiö oli uusien liikkeeseenlaskujen kappale- sekä myyntimäärillä mitattuna yksi Suomen suurimmista toimijoista toimialallaan ja samalla suurin avoimen arkkitehtuurin periaatteen toimija. Avoimella arkkitehtuurilla haetaan sitä, ettei yhtiö ole sitoutunut käyttämään vain yhtä liikkeeseenlaskijaa kuten Pankeilla. Esimerkiksi Nordean strukturoiduissa tuotteissa ei ikinä voi olla liikkeeseenlaskijana Danske Bank. Toisaalta Alexandria Markets ei itse voi toimia liikkeeseenlaskijana. Vuonna 2015 yhtiö järjesti yhteensä 57 liikkeeseenlaskua, joita Alexandrian asiakkaat merkitsivät nimellisarvoltaan yli 183 M€ edestä.

Alexandria Marketsin toimitusjohtajana toimii Ville Hellens, mutta osakkaana toimii myös strukturoitujen tuotteiden päällikkö Ville Kaikkonen, jota haastattelin palveluntarjoajan näkemyksestä strukturoitujen tuotteiden sijoitusmotivaatiosta.

Ville Kaikkonen siirtyi Evli-pankista Alexandriaan, seuraten perässä entistä kollegaansa Ville Hellenssiä. Yhdessä Hellenssin kanssa Kaikkonen rakensi Alexandrian strukturoitujen tuotteiden liiketoiminnan. Alexandria Marketsissa Kaikkonen vastaa strukturoitujen tuotteiden suunnittelusta sekä institutionaalisista asiakkaista. Suurimmat institutionaaliset asiakkaat ovat suomalaiset kaupungit.

Strukturoitujen tuotteiden hyödyt piensijoittajille

Kaikkosen mukaan strukturoidut tuotteen antavat piensijoittajille käytännössä mahdollisuuden sellaisiin markkinaoperaatioihin, jotka olisivat muuten hyvin kalliita taikka mahdottomia piensijoittajalle. Näistä esimerkkeinä ovat luottokorit eli yrityslainat. Normaalisti yrityslainat myydään 100 tuhannen euron erissä per yritys. Toinen esimerkki markkinaoperaatioihin liittyen lyhyeksi myynnin mahdollisuus sekä erillaisia pääoman suojauksia kurssinlaskun tai luottotappioiden varalta. (Kaikkonen 2016)

Kaikkosen mukaan Alexandria Markets pyrkii tarjoamaan strukturoitujen tuotteiden kautta piensijoittajille tuottoja hyödyntämällä tukkuostajan etuja ja kilpailuttamalla liikkeeseenlaskijoita. Kaikkonen myös mainostaa, että strukturoidut tuotteen mahdollistavat sijoituksen kaikissa markkinatilanteissa ja tarjoavat hyvin mukautetun riskin. Kaikille riskiprofiileille on tarjolla jotakin. (Kaikkonen 2016)

Alexandrian strukturoitujen tuotteiden tarjonta

Strukturoitujen tuotteiden kuukausittainen valikoima pyritään suunnitella siten, että kaikille markkinanäkemyksille, positiiviselle, neutraalille ja pessimistiselle löytyy sijoitusvaihtoehto.

Alexandrian strukturoitujen tuotteiden merkintäaika on noin yksi kuukausi. Joka kuukausi Alexandria Markets pyrkii tuomaan markkinoille noin viisi uutta strukturoitua tuotetta joiden merkintäaika on kolmesta neljään viikkoa. Vaikka merkinäaika on aina alle kuukausi, monesti strukturoitua sijoitusta jatketaan tekemällä siitä uusi painos kaksi tai kolmekin kuukautta peräkkäin. Tämä tosin riippuu markkinatilanteesta. Jos kohde-etuuksien markkina-arvot eivät ole liikkuneet strukturoidulle tuotteelle myönteiseen suuntaan, voidaan siitä tehdä uusi painos, usein vielä suosiollisimmilla ehdoilla. (Kaikkonen 2016)

Kaikkonen ei paljasta yksityiskohtia rakentaa strukturoituja tuotteita, mutta sanoo, että myynnin näkökulma otetaan vahvasti huomioon. Onnistunut strukturoitu tuote ei ole vain hyvä sijoitus vaan sen pitää olla jouhevasti selitettävissä asiakkaalle, joka ei ole koskaan ennen sijoittanut mihinkään ja sen kohde-etuuden pitää olla myös asiakkaille mieleinen. Kestosuosikki Suomessa on ollut metsään ja metsäteollisuuteen liittyvät strukturoidut tuotteet. Kaikkosen mukaan ne ovat aina olleet myyntimenestys. Luottokorit ovat tuotetyyppinä taas suosituin strukturoitu tuote, koska ne sopivat lähes joka salkkuun. Nollakorkojen aikana, korkoinstrumentit ovat harvassa ja yrityslainojen luottokorit ovat maksaneet vuonna 2016 hyvää korkoa, noin 5-6% p.a. (Kaikkonen 2016, Alexandria 2016)

3.3 Tutkimuksia piensijoittajien sijoittamisesta strukturoituihin tuotteisiin

Viime vuosina strukturoitujen tuotteiden tutkimukset ovat keskittyneet niiden arvon sekä tuotonmäärittämiseen. Aikaisempien tutkimusten fokus oli keskittyä strukturoitujen sijoitusten teoreettiseen hyötyyn rahoitusteorian näkökulmasta. Keskeisimmät näistä hyödyistä ovat yritysten ja sijoittajien väliset eturistiriidat (Ross 1989), kaupankäynnistä aiheutuvien kustannuksien pienentyminen (McConnell & Schwartz 1992) ja verojen optimointi (Santangelo & Tufano 1996). Dynan, Elmendorf & Sichel (2006, 3) ovat jopa esittäneet, että strukturoitujen tuotteiden rahoitusinnovaatio on näytellyt keskeistä roolia talouden volatiliteetin vähentämisessä. Näiden tutkimusten yhteisenä taustaoletuksena on ollut, että taloudelliset innovaatiot syntyvät vastauksena markkinoiden epätehokkuuksille tai epäkohdille. Tufano (2003,2) alleviivaa tätä ajatusta sillä, että onnistunut uusien tuotteiden markkinoille tuonti vaatii sekä liikkeeseenlaskijoiden, että sijoittajien molemminpuolisen ja vapaaehtoisen hyväksynnän. Muussa tapauksessa uudet tuotteet eivät kävisi kaupaksi.

Viime vuosina tutkimukset ovat kuitenkin alkaneet tutkia kuinka nämä teoriat ovat toimineet käytännössä ja tutkimuskohteena on ollut sijoittajien saama hyöty strukturoiduista tuotteista sekä liikkeeseenlaskijoiden strukturoitujen tuotteiden reilu hinnoittelu.

Henderson & Pearson (2009) kyseenalaistaa edellämainittujen tutkimusten pohjaoletusta sillä, että, jos sijoittajien keskuudessa on jokin joukko, jolla on kognitiivisia taipumuksia painottaa tapahtumien todennäköisyyksiä väärin niin finanssialan yrityksen voivat hyväksikäyttää näitä sijoittajia luomalla sellaisia tuotteita, jotka alituottavat sellaisissa skenaarioissa joita sijoittajat ylipainottavat ja eivät tuota ollenkaan (tai hyvin vähän) sellaisissa tilanteissa joita sijoittajat alipainottavat. Tämän seurauksena tällaiset sijoittajat ovat valmiita maksamaan ylihintaa tietyistä tuotteista, kuin, jos kykenisivät arvioimaan näiden tuotteiden tuotot oikeilla painoarvoilla. Tämä kannustaa finanssiyrityksiä luomaan juuri sellaisia tuotteita, joista sijoittajat ovat valmiita maksamaan ylihintaa, koska jokainen yritys pyrkii maksimoimaan omaa voittoaan. Tämä tarkoittaa, että strukturoituja tuotteita kannattaa luoda näiden kognitiivisten taipumusten ympärille eikä niinkään hyvien sijoitusten pohjalta.

Tutkimuksessaan Henderson & Pearson (2009) tutkii strukturoitujen tuotteiden ylihinnoittelua analysoimalla 100 eri Morgan Stanley'n liikkeeseenlaskemaa autocall-mallista strukturoitua tuotetta nimeltä SPARQS (Stock Participation Accrediting Redemption

Quarterly-pay Securities). Tutkimuksen tärkein tulos oli, että SPARQS:ja on myyty keskimäärin 6% preemiolla mikä on erittäin korkea ottaen huomioon, että SPARQS:ien juoksuaika oli hyvin lyhyt, 6-14kk. Henderson & Pearson (2009) laskivat, että näiden strukturoitujen tuotteiden odotustuotto meni alta riskittömän koron. Modernin portfolioteorian mukaan tällaista sijoituspäätöstä on vaikeaa perustella rationaalisen sijoittajan tekemäksi. SPARQS:it ovat kuitakin linjassa portfolioteorian kanssa liikkeeseenlaskijoiden kannalta, jossa finanssialan yhtiöt hyödyntävät sijoittajien valuaatiovirheistä.

Bergstresser (2009) jatkaa Henderson & Pearsonin (2009) tutkimusta laajentamalla sen 1 000 000 strukturoituun tuotteeseen. Yleisellä tasolla Bergstresser (2009) yhtyy Henderson & Pearsonin (2009) 6% preemio-arvioon, mutta kertoo myös, että preemioissa on ollut rajuja vaihteluita ajanjaksosta riippuen. Vuosina 2000-2004 preemiot olivat erittäin suuria verrattuna preemioihin 2004 vuodesta eteenpäin. Liikkeeseenlaskijallakin on ollut merkitystä ja heidän välillään voi olla suuriakin eroja. Goldman Sachs ja Unicreditin strukturoiduissa tuotteissa preemiot ovat olleet poikkeuksellisen korkeita. Bergstresser (2009) tutkimuksen tulokset kertovat, että odotustuotto on ollut sijoittajille negatiivinen tutkimuksen strukturoiduissa tuotteissa ennen vuotta 2005 ja käytännössä nolla 2005 vuodesta eteenpäin. Bergstresser (2009) painottaa myös, että näihin lukuihin ei sisälly sijoituspalveluyhtiöiden tai muiden välikäsien perimiä myyntipalkkioita tai kaupankäyntikuluja, joiden lisääminen painaisi myös 2005 vuodesta eteenpäin liikkeeseenlaskettujen strukturoitujen tuotteiden odotustuoton keskimäärin negatiiviseksi.

Tutkimuksen strukturoidut tuotteet myös näyttivät suosivat sellaisia kohde-etuuksia, jotka olivat menestyneet hyvin ennen tuotteen liikkeeseenlaskua sekä sellaisia kohde-etuuksia, jotka ovat helppoja myydä lyhyeksi. Käytännössä tämä tarkoittaa, että niillä on korkea likvidisyys ja matala tuoton keskihajonta.

Carlin (2008) artikkelissaan Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets keskittyy tutkimaan finanssialan yritysten strategista monimutkaisuuden luomista strukturoituihin tuotteisiin. Korkea monimutkaisuus tekee sijoituksen todellisen hinnan arvonmäärittämisestä erityisen vaikeaa piensijoittajille. Carlin argumentoi, että osa finanssialan yrityksistä luo tahallista monimutkaisuutta piilottaakseen kuluja ja strukturoidun tuotteen todellista hintaa. Tämä ajatus johtaa Carlinin mukaan siihen johtopäätökseen, että monimutkaisuuden luonnolla tavoitellaan ylimääräisiä preemioita strukturoiduista tuotteista sellaisilta sijoittajilta, jotka

ovat ”rationaalisesti rajoittuneita”. Bernard & Boyle (2008) yhtyy samaan lopputulokseen tutkimuksessaan strukturoitujen tuotteiden tuottoleikkuri ja tappiosuoja-ehdoista. Bernard & Boyle (2008) tulee siihen johtopäätökseen, että näiden ehtojen tarkoitus on nimenomaan hyväksikäyttää sijoittajien taipumuksia painottaen pienten todennäköisyyksien tapahtumia väärin.

Viimeaikaiset tutkimukset ovat siis etenevissä määrin kyseenalaistaneet strukturoitujen tuotteiden sijoituskelpoisuutta rationaalisen sijoittajan kannalta. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että oikean elämän sijoittajat noudattavat modernin portfolioteorian odotuksia sijoittajien käyttäytymisestä. Seuraavassa kappaleessa kuvaan haastattelututkimusta, jonka tavoitteena on perehtyä sijoittajien päätöksentekoon kuulemalla heidän selityksiään omista sijoituspäätöksistään.

4. Haastattelututkimuksen toteutus

Tässä luvussa esittelen haastattelututkimuksen tutkimusprosessin, tutkimushypoteesit sekä tutkimuksen tavoitteet. Tutkimusprosessissa aloitan esittelemällä tutkimuksen metodologista taustaa, jonka jälkeen esittelen tutkimuksen osa ja toteustavan. Seuraavassa alakappaleessa käyn läpi viisi kirjallisuuteen perustuvaa hypoteesia piensijoittajien päätöksenteon motiiveista joihin asiakkaiden vastauksia on tarkoitus verrata. Lopuksi käyn läpi tutkimuksen tavoitteet sekä sen rajoitteet.

4.1 Tutkimusprosessi

Käyttämäni kvalitatiivinen tutkimusmetodologia edustaa kuvailevaa tutkimusta, joka tässä tapuksessa tunnetaan myös Case-analyysinä. Rahoituskirjallisuudessa asiakkaita ollaan tutkittu yleensä kvantitatiivisin keinoin rakentamalla heistä matemaattisia malleja. Nämä mallit kuitenkin perustuvat aina rationaalisen sijoittajan olettamukseen eivätkä juuri ota kantaa sijoittajien perimmäisiin syihin. Tästä syystä johtuen olen valinnut kuvailevan tutkimuksen sopivaksi lähestymistavaksi piensijoittajien kohdalla, koska uskon, että se pystyy antamaan uusia vastauksia siihen miksi rationaalisen sijoittajan oletuksen eivät tunnu pätevän oikeassa maailmassa.

Kohteena on Alexandria pankkiriikkeen asiakkaat, jotka ovat vuonna 2016 sijoittaneet johonkin Alexandrian strukturoitujen tuotteiden kolmeen kategoriaan: Warrantteihin, Autocalleihin tai Luottokoreihin. Nämä kolme strukturoitua tuotetyyppiä edustavat samalla asiakkaiden markkinanäkemyistä ja riskinsietokykyä sijoituksen suhteen. Tässä tutkimuksessa markkinariskinotto edustaa myös riskinottoa eli mitä myönteisempi markkinanäkemyks siitä korkeampi riskinottohalukkuus ja toisinpäin. Siten Warrantit ovat riskikkäimpiä tuotteita, Autocallit keskitasoa ja Luottokorit vähäriskisimpiä sijoituksia.

Haastattelut toteutettiin kahdessa osassa. Aluksi asiakkaita pyydettiin täyttämään 10 kysymyksen lomake, jolla kerättiin yleisiä asiakastietoja sekä vastauksia sellaisiin kysymyksiin, jotka pätevät kaikkiin kolmeen tutkimuksen strukturoitujen tuotteiden luokkaan. Sen jälkeen pidettiin muutaman minuutin tauko, jonka aikana tutkija tutustui vastauksiin. Kysymyslomakkeet täytettiin anonymisti. Kyselylomakkeen täytön taukoa seurasi 15 minuutin vapaamuotoinen haastattelu, jossa asiakkaat kuvailivat omin sanoin kolmea heiltä kysyttyä asiaa:

- 1) Miksi he halusivat sijoittaa ylipäänsä?
- 2) Miksi juuri strukturoitu tuote?
- 3) Miten he tekivät tämän sijoituspäätökseen?

Näiden kysymysten tavoitteena oli antaa perspektiiviä kyselylomakkeen antamiin vastauksiin ja auttaa tutkijaa tekemään sopivia jatkokysymyksiä. Jatkokysymyksillä tutkittiin myös strukturoitujen tuotekohtaisten kysymysten vastauksia.

Alla esittelen kyselylomakkeen sisällön sekä perustelen kyselylomakkeen sisältämiä kysymyksiä. Kysymykset ovat esitetty alla lyhyessä muodossa, mutta kysely täysin kysymyksineen löytyy tämän opinnäytetyön Liite-osiosta.

Asiakaskysely

1. Ikä

2. Sukupuoli

3. Sijoitettu määrä

Näiden kolmen ensimmäisen kysymyksen tavoitteena on katsoa mikäli näillä kolmella kvantitatiivisella muuttujalla on huomattavaa merkitystä asiakkiden sijoituspäätöksiin.

4. Omistatko rahastoja, osakkeita tai velkakirjoja?

Onko strukturoitu sijoitus koko salkku vai onko salkussa muitakin sijoituksia? Omaisuuslajihajautettu salkku viittaa myös korkeampaan sijoitusosaamiseen, koska asiakas vähintäänkin on tutustunut muihin sijoitusvaihtoehtoihin mikä on asiakkaalle oleellista strukturoidun tuotteen kilpailuttamisen kannalta.

5. Seuraatko markkinoita säännöllisesti?

Tämän kysymyksen tarkoitus on antaa viitteitä asiakkaan kyvystä osata arvonmäärittää ja siten kilpailuttaa sijoituksia. Säännöllinen seuraaminen määritellään siten, että lukee talousalan julkaisuja ja seuraa pörssiä vähintään kerran viikossa joko paperiversiona tai sähköisesti.

6. Oletko tehnyt sijoituksia koskaan ominpäin?

Tämä kysymys kartoittaa onko asiakas koskaan tehnyt sijoituspäätöksiä täysin itse vai onko välissä ollut aina jokin ammattimainen neuvonantaja, kuten pankki- tai sijoitusneuvoja. Kysymyksellä tavoitellaan sitä, että onko sijoituspäätöksiä, koskaan tehty itse vai ne aina myyty asiakkaalle?

7. Tämän sijoituksen päätavoite?

- a) Tuotto*
- b) Riskinhallinta/Hajautus*
- c) Arvonsäilytys*
- d) Ei mikään näistä*

Tällä kysymyksellä selvitetään mitä asiakas arvostaa eniten ja minkä kokee olevan strukturoidun sijoituksen pääanti. Kysymyksen on tarkoitus myös luokitella asiakkaan riskinottohalukkuutta sijoitukseen nähden.

8. Oletko tehnyt arvonmäärittystä sijoituksen kohde-etuudesta?

Rahoitusteoria olettaa, että asiakkaat ovat kykeneviä ottamaan kantaa strukturoidun tuotteen hintaan ja hylkäämään epäedulliset sijoitukset. Mikäli näin on asiakkaalla täytyy olla jokin tapa

arvonmäärittää tarjottu sijoitus ja sen pitää pohjautua joihinkin argumentoitavissa oleviin tietoihin. Tunnepohjaista arvonmäärittäystä ei tässä lasketa arvonmäärittäykseksi.

9. Minkä sijoituksen tekisit, jos strukturoitu tuote ei olisi tarjolla?

a) Pitäisin tilillä

b) Sijoittaisin toiseen pörssituotteeseen kuten rahastoihin tai osakkeisiin

c) Ostaisin sijoitusasunnon

e) Muu sijoitus

Tavoitteena on jälleen luokitella asiakkaan sijoitusosaamista ja sitä kuinka tietoinen hän on sijoitusvaihtoehtoista. Toinen tavoite on määritellä asiakaskohtainen benchmark eli vertailukohde. Mikä olisi asiakkaan mielestä toiseksi paras tarjolla oleva vaihtoehto? Mikä käytännössä on strukturoidun tuotteen lähin kilpaileva ratkaisu?

10. Oletko ennen sijoittanut strukturoituihin tuotteisiin?

Kysymyksen tarkoitus on kartoittaa asiakkaiden kokemusta strukturoitujen tuotteiden osalta.

4.2 Tutkimushypoteesit

Perustuen strukturoiduista tuotteista tehtyihin tutkimuksiin, esitän alla viisi hypoteesia liittyen Alexandrian strukturoitujen tuotteiden asiakkaiden sijoitusmotivaatioon. Tekemäni kirjallisuustutkimuksen jälkeen koen, että nämä ovat yleisimmin käytettyjä syitä selittämään strukturoitujen tuotteiden meriitit piensijoittajan kannalta.

1. Strukturoituihin tuotteiden sijoittajat hakevat tarkkaa ratkaisua, jota ei ole markkinoilla muuten tarjolla (Hentati & Prigent 2012, 2).
2. Strukturoituihin tuotteiden sijoittajat hakevat kulutehokasta ratkaisua sijoitustarpeilleen (Ross 1989, 1)
3. Strukturoitujen tuotteiden sijoittajat kokevat, että strukturoidulla tuotteella saavat mallinnettua haluamansa portfolion tehokkaammin kuin markkinoilla olevilla perinteisillä ratkaisuilla (Tufano 2003, 6)

4. Strukturoidut tuotteet mahdollistavat pääsyn omaisuuslajeihin, jotka eivät muuten olisi mahdollisia sijoittajalle (Bergstresser 2008, 3)
5. Strukturoidun sijoituksen tavoite on verojen optimointi (Santangeloi & Tufano 1996, 1)

4.3 Tutkimuksen tavoitteet

Kuvaileva tutkimus ei itsessään kerro kohteen perimmäisiä syitä tai pysty rakentamaan syy-seuraussuhteita, mutta tavoite on verrata empiirisesti kuinka tässä kappaleessa esitetyt moderniin portfolioteoriaan perustuvat hypoteesit vastaavat tutkimuksessa saatuja asiakkaiden vastauksia. Vaikka kuvailevan tutkimuksen pohjalta on vaikea johtaa syy-seuraussuhteita voi tällä tutkimuksella ottaa binäärimuotoista kantaa onko jokin oletus ylipäänsä osana asiakkaan päätöksentekoprosessia.

Tieto siitä käyttääkö asiakas ollenkaan jotakin oletusta päätöksenteossaan on jo itsessään arvokasta tulevien päätöksentekomallien rakentamisen kannalta ja tähän tarkoitukseen voi päästä tehokkaasti kuvailevalla tutkimuksella.

Nämä edellisessä alakappaleessa esitetyt kriittisimmät oletukset piensijoittajien päätöksenteosta tullaan analysoimaan asiakkaiden vastausten perusteella luvussa 6.

5. Haastattelututkimuksen tulokset

Tässä kappaleessa esittelen haastattelututkimuksen tulokset kolmen eri strukturoidun tuotteen kohdalta. Jokainen esittely aloitetaan kuvailemalla kyselyn tulokset, jonka jälkeen niiden vastauksia täydennetään haastatteluista saatujen tietojen perusteella. Lopuksi analysoidaan tutkimushypoteesit ja kuinka haastattelujen vastaukset vastasivat niitä.

Jokaisen strukturoidun tuotteen kohdalta haastateltiin 10 asiakasta satunnaisvalinnalla yhteensä 30 asiakasta. Kokonaisotoksesta 20 asiakkaista oli miehiä ja 10 naisia. Sijoittajien keski-ikä ei vaihdellut strukturoitujen tuotteiden välillä juuri ollenkaan, mutta sijoitettavat summat suosivat vähäriskisempiä tuotteita mikäli tuotteiden vipuvaikutuksia ei oteta

huomioon. Huomioon otettaessa Warrantit edustivat keskimäärin suurinta sijoitusluokkaa. Sijoittajien ymmärrys markkinoista ja sijoituskokemus oli taas positiivisesti korreloittunut sijoituksen riskin mukaan.

5.1 Markkinamyönteiset sijoittajat (Warrantti)

| Warrantti | Asiakas | | | | | | | | | |
|--|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Kysymys | | | | | | | | | | |
| Ikä | 52 | 53 | 36 | 42 | 38 | 47 | 42 | 39 | 45 | 48 |
| Sukupuoli | Mies | Mies | Mies | Mies | Mies | Mies | Nainen | Mies | Nainen | Mies |
| Sijoitettu määrä | 6000 | 3000 | 3000 | 3000 | 4500 | 9000 | 3000 | 4500 | 3000 | 4500 |
| Omistatko rahastoja, osakkeita tai velkakirjoja? | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä |
| Seuraatko markkinoita? | Kyllä | Ei | Kyllä | Ei | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Ei | Kyllä |
| Oletko tehnyt sijoituksia ominpäin? | Kyllä | Kyllä | Ei | Ei | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Ei | Kyllä |
| Tämän sijoituksen päätavoite? | | | | | | | | | | |
| Tuotto | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Riskinhallinta/Hajautus | | | | | | | | | | |
| Arvonsäilytys | | | | | | | | | | |
| Muu | | | | | | | | | | |
| Oletko tehnyt arvonmäärittäystä sijoituksen kohde-etuudesta? | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Kyllä | Ei | Ei | Ei | Ei |
| Minkä sijoituksen tekisit, jos strukturoitu tuote ei olisi tarjolla? | | | | | | | | | | |
| Pankkitili | | | | | | | | | | |
| Pörssituote | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Sijoitusasunto | | | | | | | | | | |
| Muu sijoitus | | | | | | | | | | |
| Oletko ennen sijoittanut strukturoituun tuotteeseen? | Kyllä | Ei | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Ei | Kyllä | Kyllä | Kyllä |

Markkinamyönteiset sijoittajat edustivat korkeaa riskinottohalukkuutta tutkimuksessa. Warrantti on korkean vivun sisältävä markkinamyönteinen strukturoitu tuote (Alexandria 2016W). Warranttisijoittajien keski-ikä oli 44,2 vuotta ja mediaani 43,5 vuotta. Sukupuoliedustus oli warranteissa ylivoimaisesti miesvaltaista, jossa otoksen 9 henkilöä oli miehiä ja vain yksi oli nainen. Sijoitettavat summat olivat 3000 – 9000 euroa ja keskimäärin 4350 euroa, mutta vipuvaikutuksen ansiosta niillä on $(20/3) \times$ kerroin, joka vastaa 20'000 – 60'000 vivutonta sijoitusta, joiden keskiarvo on silloin 29'000 euroa. Vivuttomana laskettuna warrantit olisivat siten suurin sijoitusluokka näistä kolmesta strukturoiduista tuotteesta. Sijoitussalkkujen sisältö oli 100%:sesti hajautettua tarkoittaen, että strukturoidut tuottet eivät olleet ainoa sijoittajien finanssimarkkinasijoitus vaan he omistivat myös muita omaisuuslajeja kuten osakkeita, velkakirjoja ja/tai rahastoja. 60% haastatelluista sijoittajista seurasi myös markkinoita säännöllisesti alan lehdistä tai verkkosivuilta. Valtaosa (70%) oli tehnyt sijoituksia ominpäin mikä käytännössä tarkoittaa verkkopankin kautta tehtyjä ostoksia ilman sijoitusneuvojan suosituksia. Pää tavoite oli puhtaasti tuotto (100%) ja kaikilla oli tavoitteena sijoittaa pörssituotteeseen mikäli strukturoitu sijoitus ei olisi ollut mahdollinen. Kohde-etuuden arvonmäärittästä ei ollut tehnyt kuin yksi otoksen asiakas (10%). Haastattelujen perusteella muissa tapauksissa arvonmäärittäminen perustettiin lähinnä uutisten, sijoitusneuvojan presentaation ja Warrantin Alexandrian tekemän markkinointimateriaalin varaan.

80%:lla löytyi myös kokemusta strukturoiduista tuotteista aiemmasta takaa. Tähän myös vaikuttaa Alexandria ohjesääntö että Warrantteja tulee välttää myymästä uusille asiakkaille. Ajatuksen on tässä se, että halutaan varmistaa asiakkaan riskinsietokyky. (Kaikkonen 2016)

Haastattelujen perusteella asiakkaat eivät pitäneet Warrantteja vakavana sijoituksen vaan kyse oli lähinnä ”pelaamisesta” lottokupongin tapaan. Kaikki asiakkaat olivat tietoisia ja valmiita menettämään koko Warrantteihin sijoitetun pääoman. Tämä on myös Alexandrian ehdoton sisäinen vaatimus Warranttien myynnille (Kaikkonen 2016). Kaikilla asiakkailla oli myös vähintään 50'000 euron sijoitusvarallisuus. Useimmissa tapauksissa Warrantteihin sijoitettu pääoma irrotettiin jo valmiista sijoituksista kuten rahastoista tai osakkeista antamaan lisäpotkua sijoituksille. Toisissa tapauksissa Warrantteihin sijoitettiin ”voittorahoja”, kuten edellisen vuoden osinkotuotot.

Tutkimushypoteesit

Strukturoituihin tuotteiden sijoittajat hakevat tarkkaa ratkaisua, jota ei ole markkinoilla muuten tarjolla (Hentati & Prigent 2012, 2).

Vain kahdessa tapauksessa sijoittajat olivat hakemassa kohde-etuuteen sijoittamista ennen sijoitusneuvojan kanssa käytyä tapaamista, mutta yhdessäkään tapauksessa sijoittajat eivät hakenneet juuri Warrantin kaltaista spesifistä ratkaisua kohde-etuuteen. Tämä tarkoittaa tässä tapauksessa vipua. Vipu oli kuitenkin mielenkiintoinen mekaniikka, muttei millään lailla välttämätön. Suurin osa piti vipua kuitenkin vaikeana tai työläänä jäljitellä. Hypoteesi pitää osittain siis paikaansa joidenkin asiakkaiden suhteen.

Strukturoituihin tuotteiden sijoittajat hakevat kulutehokasta ratkaisua sijoitustarpeilleen (Ross 1989, 1)

Yhdessäkään haastattelussa kulut eivät nousseet puheenaiheeksi eivätkä asiakkaat vertailleet niitä mihinkään. Vaikka Alexandrian Warrantteissa on verraten korkea merkintäpalkkio (100 euroa per 1400 euron sijoitus = 7,14%) eivät asiakkaat kommentoineet sitä millään tavalla. Tapaamisten aikana asiakkaat eivät maininneet myöskään etsivänsä nimenomaan vähäkuluista sijoitusta. Haastattelu tyrmää hypoteesin täysin.

Strukturoitujen tuotteiden sijoittajat kokevat, että strukturoidulla tuotteella saavat mallinnettua haluamansa portfolion tehokkaammin kuin markkinoilla olevilla perinteisillä ratkaisulla (Tufano 2003, 6)

Asiakkaat eivät maininneet haastatteluiden tai tapaamisten aikana ongelmia tehdä sijoituksia jo markkinoilla olevilla perinteisillä ratkaisulla. Kaikilla paitsi kahdella ei ollut edes kohde-etuutta mielessä ennen sijoituksen tekoa. Haastattelut vahvistavat myös, ettei yksikään otoksen asiakkaista kilpailuttanut tai tarkastellut vaihtoehtoisia tapoja toteuttaa kyseistä sijoitusta. Täten tämä hypoteesi on haastattelujen perusteella myös hylätty.

Strukturoidut tuotteet mahdollistavat pääsyn omaisuuslajeihin, jotka eivät muuten olisi mahdollisia sijoittajalle (Bergstresser 2008, 3)

Haastatteluissa yksikään asiakas ei kokenut, että Warrantit kohde-etuuden omaisuuslaji olisi ollut niin eksoottinen ettei siihen olisi voinut sijoittaa heidän oman pörssivälittäjänsä kautta. Toisaalta Warranttiin sisäänrakennu vipu oli suurimman osan mielestä sen verran erikoinen etteivät he olisi osanneet omasta mielestään mallintaa sitä sijoitussalkussaan. Tämä hypoteesi on kuitenkin hylätty, koska kyseessä on omaisuuslajista ja sen ratkaisu liittyy Hypoteesiin 1.

Strukturoidun sijoituksen tavoite on verojen optimointi (Santangeloi & Tufano 1996,)

Yksikään asiakkaista ei pitänyt veroja mitenkään huomioonotettavana asiana strukturoituun tuotteeseen sijoittaessa. Veroseuraamuksia kyllä kysyttiin, mutta sijoituksen tavoitteessa se ei haastattelujen perusteella ollut missään vaiheessa oleellista. Tämäm perusteella hypoteesi hylätään.

5.2 Markkinaneutraalit sijoittajat (Autocall)

| Autocall | Asiakas | | | | | | | | | |
|---|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Kysymys | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Ikä | 42 | 43 | 39 | 57 | 29 | 37 | 46 | 52 | 62 | 38 |
| Sukupuoli | Mies | Mies | Mies | Mies | Mies | Nainen | Nainen | Nainen | Mies | Mies |
| Sijoitettu määrä | 20 000 € | 30 000 € | 25 000 € | 40 000 € | 20 000 € | 5 000 € | 25 000 € | 15 000 € | 10 000 € | 40 000 € |
| Omistatko rahastoja, osakkeita tai velkakirjoja? | Kyllä | Ei | Kyllä | Ei | Kyllä | Ei | Ei | Kyllä | Kyllä | Ei |
| Seuraatko markkinoita? | Kyllä | Kyllä | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Kyllä | Ei |
| Oletko tehnyt sijoituksia ominpäin? | Kyllä | Kyllä | Ei | Ei | Kyllä | Ei | Ei | Ei | Kyllä | Ei |
| Tämän sijoituksen päätavoite? | | | | | | | | | | |
| Tuotto | X | X | | | X | | X | | X | X |
| Riskinhallinta/Hajautus | | | X | X | | | | X | | |
| Arvonsäilytys | | | | | | X | | | | |
| Muu | | | | | | | | | | |
| Oletko tehnyt arvonmääritystä sijoituksen kohde-etuudesta? | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei |
| Minkä sijoituksen tekisit, jos strukturoitu tuote ei olisi tarjolla? | | | | | | | | | | |
| Pankkitili | | | X | | | X | | X | | X |
| Pörssituote | X | X | | | X | | X | | X | |
| Sijoitusasunto | | | | X | | | | | | |
| Muu sijoitus | | | | | | | | | | |
| Oletko ennen sijoittanut strukturoituun tuotteeseen? | Ei | Kyllä | Ei | Kyllä | Ei | Ei | Kyllä | Ei | Ei | Ei |

Markkinaneutraalit sijoittajat edustivat keskitason riskinsietokykyä tutkimuksessa. Markkinaneutraali näkemys edusti myös sitä, että markkinat tulevat polkemaan paikallaan ja liikkumaan sivuttaissuunnassa. Tätä tulosta pyritään hyödyntämään Autocall-tyyppisillä strukturoiduilla tuotteilla.

Keski-ikä autocall-sijoittajilla oli 44,5 vuotta ja mediaani 42,5 vuotta. Sukupuolijakauma oli hieman tasaisempi kuin Warranteissa ja naisten osuus oli jo 30% eli kolminkertainen Warrantin otokseen verrattuna. Yksittäisen sijoituksen suuruus vaihteli 5000 – 40 000 euroon keskiarvolla 23'000 euroa. Puolet sijoittajista omisti myös muita omaisuuslajeja salkussaan, kun taas toiselle puolelle strukturoidut sijoitukset olivat ainoa sijoitus pankkitalletuksen ulkopuolella. Markkinoita seurasivat säännöllisesti Autocalleissa enään vain 30% otoksen asiakkaista. Haastattelujen perusteella suurin osa asiakkaista seurasi sijoituksiaan kerran vuodessa tai harvemmin. Kokemus omatoimisesta sijoittamisesta oli myös harvinaisempaa kuin Warranteissa. 40% asiakkaista oli sijoittanut ominpäin ilman sijoitusneuvojan apua. Suurimmalle osalle (60%) tuotto oli silti sijoituksen päätavoite. Seuraavana seurasi riskinhallinta (30%) ja yhdelle asiakkaalle (10%) oli arvonsäilytys tärkeintä. Riskinhallinnan merkitys oli asiakkaille tässä kontekstissa Autocallien mukana tuleva 30-40% kohde-etuuden kurssinlaskun suoja. Eli jos sijoitus ei eräänny ennenaikaisesti sen juoksuaikana niin kohde-etuuden kurssilasku ei vaikuta palautettavan pääoman määrään mikäli se pysyy yllämainittujen rajojen sisällä. Jos taas ei, pääoma kokee kohde-etuuden arvonlaskun yksi yhteen.

Yksikään otoksen asiakkaista ei ollut tehnyt kohde-etuuden arvonmäärittystä. Haastattelujen perusteella kukaan otoksen asiakkaista ei ollut myöskään sellaista koskaan ennen tehnyt minkään muunkaan sijoituksen kohdalla eikä osaisi tehdä, jos sellaista häneltä vaadittaisiin.

Vaihtoehtoisikohteista muut pörssisijoituksen edustivat 50%:a, joskin 40% pitäisi rahat muuten tilillä. Tämä viittaa siihen, että sijoitusideat ovat lähtöisin sijoitusneuvojilta. Yksi asiakkaista ostaisi sijoitusasunnon (10%). Suurimmalle osalle otoksen asiakkaista (70%) strukturoitu tuote oli uusi tuttavuus.

Haastattelujen perusteella asiakkaat kokivat olevansa matalan ja keskitason riskin sijoittajia ja kokivat Autocall tuotteet hieman vähäriskisimmiksi kuin osakkeet tai osakerahastot. Monille Autocall strukturoitu tuote oli ainoa sijoitus ja puolelle heistä myös elämänsä ensimmäinen

pörssisijoitus. Kukaan asiakkaista ei ollut kuullut Autocall-tuotteista ennen Alexandriaan tuloa tai tämän sijoituksen tekoa. Autocall-tuotteet olivat myös ylivoimaisesti työläimpiä ja monimutkaisimpia selittää verrattuna Warranttiin ja Luottokoriin.

Tutkimushypoteesit

Strukturoituihin tuotteiden sijoittajat hakevat tarkkaa ratkaisua, jota ei ole markkinoilla muuten tarjolla (Hentati & Prigent 2012, 2).

Johtuen Autocallin monimutkaisuudesta ja epälineaarisesti tuottomallista, tämä hypoteesi hylkääntyy heti. Yksikään otoksen sijoittajista ei osannut edes kuvitella Autocall-mallia ennen Alexandriaan tuloa.

Strukturoituihin tuotteiden sijoittajat hakevat kulutehokasta ratkaisua sijoitustarpeilleen (Ross 1989, 1)

Asiakkaat kyselivät kyllä kuluja, mutta niitä verrattiin enemmänkin rahastoihin. Asiakkaat kokivat positiivisena asiana sen, että Autocalleissa ei ole hallinnointikulua tai lunastusmaksua, kulut, jotka normaalisti ovat rahastoissa. Strukturointikustannusta ei pidetty olennaisena, koska sisältyy valmiiksi tuotteen ehtoihin. Toisin sanoen, ilmoitetun tuoton jälkeen mitään ei vähennetä pääomasta tai tuotosta tosin kuin rahastoissa. Tämä hypoteesi pitää siltä osin paikkaansa, että kulut olivat asiakkailla mielessä, mutta 1,2% strukturointikustannusta ei huomioitu. Kun kyseessä on passiivinen sijoitus, sopivat vertailukohde rahastoista olisi passiiviset indeksirahastot, joiden hallinnointikulut olivat keskimäärin 0,2% (Rawson & Johnson 2015,3). Täten Autocallin vuotuinen kustannus oli 500% suurempi kuin passiivisilla rahastoilla keskimäärin ja sen lisäksi se veloitettiin viideltä vuodelta etukäteen siinä missä mikään rahasto ei peri hallinnointipalkkioitaan etukäteen. Hypoteesi voidaan siis validoida siltä osin, että sijoittajat hakivat edullisuutta kuluissa, mutta eivät olleet täysin tietoisia todellisesta kulurakenteesta.

Strukturoitujen tuotteiden sijoittajat kokevat, että strukturoidulla tuotteella saavat mallinnettua haluamansa portfolion tehokkaammin kuin markkinoilla olevilla perinteisillä ratkaisuilla (Tufano 2003, 6)

Yhdelläkään otoksen asiakkaista ei ollut Autocallin tapaista tuottorakennetta mielessään eikä haastatteluissa heillä ollut mitään aavistusta miten he sellaisen toteuttaisivat, jos heidän

pitäisi mallintaa sellainen ilman strukturoituja tuotteita. Vain 40% oli tehnyt edes sijoituksia itse. Siten tämä hypoteesi hylkääntyy Autocallien kohdalla.

Strukturoidut tuotteet mahdollistavat pääsyn omaisuuslajeihin, jotka eivät muuten olisi mahdollisia sijoittajalle (Bergstresser 2008, 3)

Otoksen kaikki Autocall-strukturoidut tuotteet perustuivat isojen yhtiöiden pörssiosakkeisiin. Kaikilla otoksen sijoittajilla oli siis hyvin helppo mahdollisuus päästä sijoittamaan suoraan kohde-etuksina oleviin pörssiosakkeisiin. Tämän johdosta hypoteesi on hylätty.

Strukturoidun sijoituksen tavoite on verojen optimointi (Santangelo & Tufano 1996,3)

Yksikään asiakkaista ei pitänyt veroja mitenkään huomioonotettavana asiana Autocall-strukturoituun tuotteeseen sijoittaessa. Veroseuraamuksia kysyttiin tämänkin tuotteen kohdalla, mutta sijoituksen tavoitteen kannalta se ei haastattelujen perusteella ollut missään vaiheessa oleellista. Tämän perusteella viides hypoteesi hylätään.

5.3 Markkinavastaiset sijoittajat (Luottokori)

| Luottokori Kysymys | Asiakas | | | | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Ikä | 68 | 25 | 28 | 39 | 57 | 41 | 66 | 34 | 46 | 48 |
| Sukupuoli | Mies | Mies | Mies | Nainen | Nainen | Mies | Nainen | Nainen | Mies | Nainen |
| Sijoitettu määrä | 70 000 € | 12 000 € | 25 000 € | 20 000 € | 45 000 € | 40 000 € | 10 000 € | 30 000 € | 15 000 € | 10 000 € |
| Omistatko rahastoja, osakkeita tai velkakirjoja? | Ei | Ei | Ei | Kyllä | Ei | Ei | Ei | Ei | Kyllä | Ei |
| Seuraatko markkinoita? | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei |
| Oletko tehnyt sijoituksia ominpäin? | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Kyllä | Ei |
| Tämän sijoituksen päätavoite? | | | | | | | | | | |
| Tuotto | X | | | | | | | X | | X |
| Riskinhallinta/Hajautus | | | | | | | | | X | |
| Arvonsäilytys | | X | X | X | X | X | X | | | |
| Muu | | | | | | | | | | |
| Oletko tehnyt arvonmäärittystä sijoituksen kohde-etuudesta? | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei |
| Minkä sijoituksen tekisit, jos strukturoitu tuote ei olisi tarjolla? | | | | | | | | | | |
| Pankkitili | | X | X | X | X | | X | X | | X |
| Pörssituote | | | | | | | | | X | |
| Sijoitusasunto | X | | | | | X | | | | |
| Muu sijoitus | | | | | | | | | | |
| Oletko ennen sijoittanut strukturoituun tuotteeseen? | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Ei | Kyllä | Ei | Ei | Ei |

Markkinavastaiset sijoitusnäkemykset edustavat tutkimuksen sijoittajajoukon vähäisintä riskinsietokykyä. Markkinavastaisen sijoitusnäkemyksen omaavat eivät halua ottaa sijoituksessaan markkinariskiä vaan pitää sen sijoituksissa, jotka maksavat kiinteää korkoa eivätkä ole kiinni kohde-etuuden arvonkehityksestä. Keski-ikä näillä sijoittajilla oli 45,2 vuotta ja mediaani 43,5 vuotta. Sijoituksen vaihtelivat 10 000 ja 70 000 euron välillä, keskiarvolla 27 700 euroa. Tämän otoksen sijoittajista ainoastaan 20% omisti muita omaisuuslajeja (rahastoja) eikä yksikään heistä seurannut markkinoita säännöllisesti. Ainostaan 10% eli yksi otoksen asiakas oli koskaan tehnyt sijoituksia itsenäisesti.

Myös sijoituksen päätavoitteet poikkesivat voimakkaasti edellisistä. Yleisin päätavoite oli (60%) oli sijoituksen arvonsäilytys, jota asiakkaat haastattelussa luonnehtivat, että kaikki ylimääräinen tuotto on vain mieluisa yllätys. Tosin 30% sijoittajista piti tuottoa tärkeimpänä ja sijoitti luottokoriin nimenomaan sen antaman koron vuoksi. Yksi asiakas (10%) piti sijoitusta riskinhallintana purkaessaan osakerahastojen pääomia yrityslainoihin.

Kukaan asiakkaista ei tässäkään tuotekategoriassa ollut tehnyt arvonmäärittäystä strukturoidun tuotteen kohde-etuuksista. Luottokoreissa nämä ovat siis yrityslainat. Moni asiakkaista kysyi luottokorin yritysten nimiä ja niiden listaa, mutta tämä tutkimus rajoittui pelkästään lista nopeaan läpisilmäilyyn. Tällä kalasteltiin listasta tuttuja nimiä, joita siellä kaikille löytyikin vähintään muutama kappale.

Vaihtoehtoja sijoitukselle ei suurimmalla osalla asiakkaista ollut (70%) vaan strukturoidun tuotteen kanssa kilpaili ainoastaan pankkitalletus. Toiseksi suosituin (20%) oli sijoitusasunto ja vain yksi asiakas (10%) harkitsi korkorahastoa vaihtoehtona luottokorille. Johtuen korkorahastojen viime vuosien olemattomasta tuottokehityksestä hän valitsi luottokorin. Sijoittajista suurin osa oli uusia asiakkaita ja vain yhdellä (10%) oli kokemusta strukturoituihin tuotteisiin sijoittamisesta entuudestaan.

Luottokorin sijoittajat edustivat kolmesta tutkimuksessa käytetystä strukturoidusta tuotteesta vähäriskisintä. Asiakasotos oli kiistatta myös vähiten kokenut ja osaavat sijoittamisen suhteen. Strukturoitu tuote nähtiin suurimmassa osassa tapauksia (60%) lähinnä korvaajana pankkitalletukselle, jonka korko on nolla. Useammalle otoksen asiakkaalle strukturoitu tuote edusti ei vain ainoaa omaisuuslajia vaan myös ainoaa sijoitusta ja yli puolelle (60%) vielä elämänsä ensimmäistä.

Tutkimushypoteesit

Strukturoituihin tuotteiden sijoittajat hakevat tarkkaa ratkaisua, jota ei ole markkinoilla muuten tarjolla (Hentati & Prigent 2012, 2).

Luottokorit tarjoavat kiinteää korkoa vaikkakin pääsuojaamattomana. Nämä sijoitusvaihtoehdot ovat piensijoittajille hankalia, johtuen suurista minimisijoitusvaatimuksista velkapaperimarkkinoilla. Ottaen huomioon, että lähes kyllään (90%) otoksen asiakkaista ei ollut mielessään muuta pörssituotetta tämä hypoteesi näyttäisi olevan validoitu luottokorin kohdalla.

Strukturoituihin tuotteiden sijoittajat hakevat kulutehokasta ratkaisua sijoitustarpeilleen (Ross 1989, 1)

Luottokoreissa asiakkaat kyselivät kuluja, mutta eivät verranneet niitä mihinkään. Lähes kaikilla tuntui olevan nollakoron tai inflaation päihittäminen päätavoitteena eli rahan arvon säilyttäminen. Sijoituksen tavoitteeksi ei siis voi luonnehtia kulutehokkuutta vaan ainoastaan positiivista nettotuottoa. Tämä hypoteesi ei siten saa tukea haastattelututkimuksesta ja siten joudutaan hylkäämään.

Strukturoitujen tuotteiden sijoittajat kokevat, että strukturoidulla tuotteella saavat mallinnettua haluamansa portfolion tehokkaammin kuin markkinoilla olevilla perinteisillä ratkaisuilla (Tufano 2003, 6)

Tämän hypoteesin kohdalla tulee jälleen kerran ottaa huomioon asiakkaiden sijoitusuniversumin koko. 80%:lla oli vaihtoehtona ainoastaa pankkitili, kun taas 20% olisi harkinnut sijoitusasuntoa. Vain yksi olisi valmis sijoittamaan rahastoon. Tämä hypoteesi tulee siten validoiduksi, koska asiakkaiden sijoitusvalikoiman rajoittuneisuus oli erittäin suurta ja strukturoitu tuote selvästi edusti tehokkaampaa ratkaisua.

Strukturoidut tuotteet mahdollistavat pääsyn omaisuuslajeihin, jotka eivät muuten olisi mahdollisia sijoittajalle (Bergstresser 2008, 3)

Luottokoreissa olivat kyseessä yrityslainat, joiden minimisijoitus on pörssimarkkinoilla 100'000 euroa per yrityslaina. Yksikään haastattelujen sijoittajista ei olisi ollut valmis tekemään sellaista sijoitusta, joten ainoa keino päästä käsiksi yrityslainamarkkinoihin oli heille

strukturoitujen tuotteiden kautta. Tämä fakta validoi kyseisen hypoteesin ja pätee hyvin tämän luokan strukturoituihin tuotteisiin haastattelujen perusteella.

Strukturoidun sijoituksen tavoite on verojen optimointi (Santangelo & Tufano 1996,3)

Luottokorin strukturoidun tuotteen kohdalla ei verot tulleet esiin muuta kuin kysymyksenä, muttei kriittisenä tekijänä sijoituspäätöksenteon kannalta. Kukaan sijoittajista ei ilmoittanut sijoittaneensa luottokoreihin optimoidakseen verojaan. Verosuunnittelu ei ollut myöskään yhdenkään sijoittajan tavoite sijoittamisessa ylipäänsä. Verokohtelu oli kaikille aika tuntematon alue eikä kukaan myöntänyt ajatelleensa veroja sijoittamisessaan optimoinnin kannalta. Siten tämä hypoteesi on hylätty.

6. Pohdinta

Tässä kappaleessa sidon yhteen kyselytutkimuksen antamat vastaukset kaikista kolmesta tuotekategoriasta ja esittelen niiden pohjalta tehdyt johtopäätökset. Johtopäätöksiä pohditaan tutkimushistorian molemmilta puolilta, sekä klassiselta, joka olettaa strukturoitujen tuotteiden tehokkuuden, että modernilta, joka kritisoi strukturoitujen tuotteiden tehokkuutta ja sijoittajien saamaa hyötyä. Seuraavaksi esittelen toimenpidesuosituksen molempien osapuolten näkykulmasta. Seuraan tätä samassa hengessä esitellessäni ideoita jatkotutkimuksille aiheesta. Lopuksi arvioin opinnäytetyöprosessin ja oman kehitykseni opinnäytetyön kirjoittamisen aikana.

6.1 Johtopäätökset

Hypoteesit pitivät vaihdellen paikaansa riippuen mikä tuote oli kyseessä. Yleisesti katsottuna hypoteesi verotehokkuudesta ei pitänyt paikaansa yhdenkään tuotteen kohdalla. Tämä saatta osittain johtua siitä, että Suomessa pääomatulojen verotuskäytäntö on aika suoraviivaista kuin vaikkapa Yhdysvalloissa missä strukturoidut tuotteet voivat antaa lisäarvoa verosuunnitteluun.

Toiseksi heikoin hypoteesi liittyi strukturoitujen tuotteiden kulutehokkuuteen. Asiakkaat eivät hakeneet erityistä kulutehokkuutta Warrantissa ja Luottokorissa, mutta Autocallissa kulut

olivat päätöksenteon komponentti vaikka ei keskeinen komponentti. Hypoteesi validoitiin osittain, koska asiakkaiden ymmärrys strukturoidun tuotteen kulurakenteesta oli kyseenalainen johtuen strukturointikustannuksesta, jonka kulu oli sisällytetty tuotteen tuotto-ehtoihin. Näin pitkän juoksuajan omaava strukturoidun tuotteen merkintähinta ei pistä niin suurena silmään. Esimerkiksi, jos juoksuaja on 7 vuotta ja merkintäpalkkio 2% niin todellinen kaupankäyntikulu olisi silloin 9% ja korko 7%. Mainostamalla kulua 2% ja korkoa 6%:lla saa aikaiseksi kuvan varsin maltillisemmasta hinnoittelusta. Lisäksi alhaisempi korko saattaa antaa vähemmän riskisemmän kuvan sijoituksesta, koska matalariskiset yrityslainat maksavat matalampaa korkoa.

Yllättävää oli kuitenkin se, että Warrantissa ja Autocalleissa, jossa asiakkaat olivat kaikkein tietotaitoisempia, hypoteesit pitivät huonoimmin paikkaansa noin puoli hypoteesia viidestä, kun taas Luottokoreissa, jossa asiakkaat olivat vähiten tietotaitoisia kolme hypoteesia viidestä tuli validoiduksi.

Artikkelien hypoteesit olettavat asiakkaiden olevan erittäin sofistikoituneita, mutta haastateltujen piensijoittajien vastausten perusteella näin ei kuitenkaan ole. Monet strukturoitujen tuotteiden sijoittajat eivät ole edes koskaan ennen sijoittaneet mihinkään markkinoilla olevaan finanssituotteeseen ja lähtevät kylmiltään ostamaan markkinoiden monimutkaisimpia sijoitustuotteita. Toisin kuin kirjallisuuden oletukset menevät, tuotto- ja riskipotentiaalia arvioidaan lähinnä mielikuvien perusteella eikä sen syvällisempää analyysiä tehdä tai edes osata tehdä. Yhdistävät tekijä on, että koetaan, ettei rahaa ole viisasta makuuttaa tilillä joten se halutaan laittaa jonnekin ”järkevämpään” kohteeseen. Tässä sijoituspalveluyritysten ja pankkien mainos- ja myyntityö näyttelevät hyvin keskeistä osaa. Pankkien ja sijoituspalveluyritysten myyntihenkilöstö pyrkii luomaan kuvaa, että he ovat sijoittamisen ammattilaisia ja tietävät mikä on järkevä sijoituskohde tai tapa. Agentuuriongelma tulee tässä tosin esteeksi, koska vastoin kuin osa sijoituspalveluyrityksistä markkinoi, mikään taho ei ole täysin itsenäinen vaan sillä on aina joko omat tai yhteistyökumppanien ratkaisut joita tarjotaan joko eksklusiivisesti tai ensisijaisesti.

Monimutkaisten johdannaisten myynti korkealla preemiolla ja vieläpä pakettina ei ole suurimmalle osalle piensijoittajista ollenkaan vaikeaa. Esimerkiksi Autocall-tuotteiden, jossa kohde-etuus on kori osakkeita, mutta joita ei kuitenkaan tarkastella korina on erittäin vaikea arvioida, koska sijoittajan pitää arvioida jokainen osake erikseen, kun tuoton saamisen ehdot

pätevät jokaiseen osakkeeseen erikseen. Jos korissa on 10 osaketta ja tuoton saamisen ehtona on, että hinta ei ole laskenut alle lähtöhinnan tiettyinä tarkastelupäivinä niin ei riitä, että yhdeksän osaketta kymmenestä on roimasti plussalla ja yksi on vaikkapa 1% miinuksella vaan kaikkien täytyy olla vähintään lähtötasossaan. Yksikin huono osake riittää siten torppaamaan koko sijoituksen. Sama pätee myös tappioihin. Jos yhdeksän osaketta on juoksuajan lopussa +50% ja yksi on -50%, kantaa sijoittaja tappiota -50% koko pääomaan nähden olettaen, että tappiosuoja on alle -50%.

Toisaalta vaikka ylihinnoittelun mahdollisuudet ovat enemmän kuin hyvät, täytyy myös ottaa huomioon ali-informoitujen asiakkaiden sijoitusmahdollisuudet. Strukturoituja tuotteita ei ole oikein verrata markkinoiden parhaaseen vaihtoehtoon piensijoittajalle vaan piensijoittajan käytännön mahdollisuuksiin. Tiedonpuute supistaa sijoitusvalikoimaa monilla erittäin voimakkaasti ja ilman pankkien ja sijoituspalveluyritysten myyntihenkilökunnan aktiivista otetta suuri osa piensijoittajista ei sijoittaisi ollenkaan vaan pitäisi rahat tilillä. Siten, jos strukturoitujen tuotteiden odotustuotto on lainkaan positiivinen niin sen pitäisi olla aina kannattavampi vaihtoehto kuin nollakorkoinen pankkitili, koska muuten ne olisivat usein tappiollisia. Tappioiden aiheuttaminen asiakkaille, varsinkin piensijoittajille, taas ei ole järkevää liiketoiminnan kannalta pidemmässä juoksussa ja sekä pankit, että sijoituspalveluyhtiöt pyrkivät välttämään sellaista yleensä kaikin keinoin.

Itse sijoittamisen lisäksi piensijoittajat saavat tietoa ja kokemusta sijoittamisesta ylipäänsä, jotain mitä he eivät välttämättä ominpäin olisi lähteneet hankkimaan. Sijoitusneuvojana oloni aikana useat asiakkaat kiittelivät mielenkiintoisesta luennosta sijoitustuotteisiin ja sijoittamiseen liittyen. Kaikkea piensijoittajien saamaa hyötyä ei siten voi mitata ainoastaa rahassa. Strukturoituja tuotteita myydään Suomessa käytännössä aina myyntihenkilön kautta, joten henkilökohtainen asiakaspalvelu sisältyy hintaan. Rahastoissa ja osakkeista ei henkilökohtaista palvelua ole ellei sitä hanki vaikkapa varainhoidon kautta, mutta varainhoitopalvelukaan ei ole ilmaista ja siihen on useinmiten korkea minimipääomavaatimukset lähtien 100'000 eurosta ylöspäin.

Lisäksi, kuten haastattelututkimuksessa kävi ilmi, strukturoidut tuotteet mahdollistavat turvatumman tuoton hankkimiseen kuten Luottokoreissa ja joissakin Autocall-tuotteissa kävi ilmi. Koska kyseessä on passiivinen sijoitus, sen seuranta ei ole vaikeaa joskin sen arvioittaminen on.

Tutkimuksesta on näin ollen tässä vaiheessa vaikeaa tehdä johtopäätöksiä liittyen siihen ovatko strukturoidut tuotteet järkeviä sijoituksia piensijoittajille, koska heidän hyötynsä ei tule pelkästään rahana. Haastattelututkimus kuitenkin mielestäni osoittaa vahvasti sitä ettei piensijoittajat ole lähelläkään yhtä tietotaitoisia kuin monet tutkimukset olettavat, joka selittää liikkeeseenlaskijoiden korkeita preemioita strukturoiduissa tuotteissa.

6.2 Toimenpidesuosituksot

Toimenpidesuosituksot voidaan jakaa tämän tutkimuksen pohjalta kahteen eri luokkaan: Asiakkaisiin ja Palveluntarjoajiin, koska heidän tavoitteensa ja intressinsä eriävät ja voivat olla paikoin, jopa ristiriidassa. Asiakkaat hakeavat alhaisinta mahdollista hintaa ja parasta tuottoa, kun taas Palveluntarjoajat saavat kiinteän korvauksen myydystä ratkaisusta ja eivät ole siten mukana tuotteen kehityksessä muun kuin jatkomyynnin osalta.

Piensijoittajat

Artikkeleiden hypoteesit edustavat rationaalisen ja voittoaan maksimoivan sijoittajan näkemyksiä ja olisi asiakkaan etu, jos hän tiedostaisi nämä. Korkeampi ymmärrys kulurakenteesta ja vaihtoehtoisista sijoituksista mitä markkinoilla on parantaisi piensijoittajan kykyä saada pääomalleen tuottoa. Piensijoittajat eivät itse voi tätä tehdä, mutta tämä asia on enemmän viranomaisvalvojan vastuulla. Suomessa tästä vastaa finanssivalvonta, mutta en ole koko urani aikana tavannut ketään piensijoittajaa, joka on kertonut lukeneensa heidän sivujaan. Sen sijaan yksi vaihtoehto valistaa sijoittajia on vaatia pakollinen esitys kaikille strukturoituihin tuotteisiin sijoittaville piensijoittajille myyjän toimesta, joka perustuu finanssivalvonnan valmistamaan materiaaliin. Siinä voitaisiin käydä läpi oleellisimpia riskiin ja tuottoon vaikuttavia asioita. Jokin yhteinen finanssivalvonnan valmistama esite olisi myös hyvä antaa mukaan, koska myyjällä on valtava vaikutus piensijoittajien sijoituspäätöksiin useimmissa tapauksissa.

Palveluntarjoajat / liikkeeseenlaskijat

Vaikka tämä haastattelututkimus ei ollut kovin syvältäluotava ottaen verraten pienen joukon asiakasotoksessa, se viestii kuitenkin vahvasti siitä, että kuluttajat vastaavat heikosti rationaalisen sijoittajan olettamia. Sijoituspäätökset tehdään valtamäärin myyjän ohjeisiin ja

tiedonantoon perustuen. Asiakkaila on tahto työstää pääomaansa ja tavoitella tuottoa, mutta hyvin heikko käsitys markkinoilla olevista vertailuarvoista. Kyvyttömyys tehdä minkäänlaista arvonmäärittystä kohde-etuudesta muuta kuin mielikuvien perusteella luo mahdollisuuksia luoda tuotteita joilla on korkea tuottopotentiali ja samaan aikaan kohde-etuus omaa matalan riskin mielikuvan. Hyvä esimerkki tästä on Luottokorien yrityslainat, joita markkinoidaan suuryrityksinä. Suuren yrityksen koko antaa mielikuvan vakavaraisuudesta, mutta pääoman menetykseen riittää jo pelkkä luottovastuutapahtuma mikä ei kuitenkaan ole sama asia kuin konkurssi ja siten paljon todennäköisempi. Mikäli asiakas ei tiedosta näiden eroa johtaa se väärään riskiarvioon ja siten paisutettuun arvonmäärittelykseen.

Palveluntarjoajilla on siten suuri mahdollisuus rakentaa strukturoituja tuotteita sellaisiksi, että ne näyttävät asiakkaille erittäin houkuttelevilta ja hyvätuottosilta, mutta samalla pitää niiden kate korkealla. Kyseessä on siis sjoitus, joka näyttää samanaikaisesti sekä hyvältä, että halvalta.

Koska sijoitukselliset syyt eivät usein paljoa paina piensijoittajien päätöksenteossa, myyntipaikan ulkoinen olemus ja maine ovat paljon tärkeämmässä osassa. Asiakkaalle on ehdottoman tärkeätä myydä itsensä ja sen jälkeen moni on jo valmis tekemään minkä sijoituksen tahansa.

6.3 Ideoita jatkotutkimuksille

Tulevien jatkotutkimusten agenda on yhtä kaksijakoinen kuin strukturoitujen tuotteiden sijoitusten asiakaskunta. Ensimmäinen strukturoitujen tuotteiden tutkimuksien aalto pysyi neutraalina arvioiden tuotteiden potentiaalia tehokkaiden markkinoiden kannalta. Seuraava ja nykyinen aalto keskittyy tutkimaan strukturoitujen sijoitusten hyötyä sijoittajille. Tulevat tutkimuksen voivat jakautua tarkastelemaan strukturoituja tuotteita asiakkaiden kannalta tai palveluntarjoajien.

Asiakkaiden kannalta strukturoituja tuotteiden tutkimuksen voisivat keskittyä strukturoitujen tuotteiden myynnin eettiseen puoleen. Strukturoiduissa tuotteissa mielestäni yhä suuri potentiaali tuoda piensijoittajille suurta lisäarvoa, mutta niillä on myös suuri mahdollisuus käyttää hyväksi piensijoittajien tiedonpuutetta. Tutkimuksia siitä kuinka piensijoittajia voitaisiin valistaa strukturoitujen tuotteiden peruspiirteistä kuten kulurakenteista ja kohde-

etuuksien riskeistä vaikka finanssialan sääntelyn kautta voisi suojella piensijoittajien intressejä.

Tulevat tutkimukset voisivat myös tutkia piensijoittajien omaamia harhoja strukturoiduissa tuotteissa. Laboratoriokokeet ja kyselyhaastattelut auttavat selvittämään missä tiedoissa enemmistöllä piensijoittajista on selvästi puutteita ja mitkä ovat niiden negatiiviset vaikutukset heidän sijoituksiin. Nämä tiedot olisivat erittäin hyödyllisiä suojaavan lainsäädännön luomisessa strukturoitujen tuotteiden myynnille.

6.4 Opinnäytetyöprosessin ja oman kehittymisen arviointi

Opinnäytetyön työstäminen alkoi keväällä 2016 jolloin aloin keräämään materiaalia ja potentiaalisia asiakkaita haastatteluja varten. Vaikka taustamateriaalin keruu alkoi keväällä, sain aikaiseksi ensimmäisen haastatteluni vasta syksyllä 2016. Työn aihe oli aina ollut strukturoidut tuotteet, mutta aiheen tarkempi tutkimuskysymys muotoutui kunnolla vasta kesän 2016 aikana. Haastavinta oli saada kokoon kyselytutkimuksen vaadittavat 30 asiakasta kolmesta tuoteryhmästä. Luottokorit olivat myydyin tuote ja niitä lasketaan Alexandriassa liikkeelle joka kuukausi, mutta Autocall ja erityisesti Warrantti asiakkaita oli harvemmin. Onneksi sain kollegoiden suosiollisella avustuksella lainattua heidän asiakaskantaansa, jotta sain määräajassa haastateltua tarpeellisen määrän Warrantti ja Autocall asiakkaita.

Työn taustamateriaaliin perehdyttäessä opin valtavasti uusia asioita niin strukturoiduista tuotteista kuin niiden sijoitusmarkkinoista muissa maissa. Tämän lisäksi kehitin syvällisempää ymmärrystä siitä kuinka strukturoituja tuotteita rakennetaan ja suunnitellaan ja minkälaisia eri vaihtoehtoja yleisistä strukturoiduista tuotetyypeistä on tarjolla. Esimerkiksi Alexandriassa ei käytetä pääomasuojattuja strukturoituja tuotteita, mutta pankit tarjoavat niitä usein. Kehitin myös uutta kriittistä silmää strukturoituihin tuotteisiin tehtyjen tutkimusten pohjalta mikä on auttanut minua työssäni paremmin erottelemaan ja arvioimaan strukturoituja tuotteita asiakkaiden sijoitustarpeisiin nähden.

Itse opinnäytetyöprosessi oli hyvin mielenkiintoinen ja kehitti akateemisen kirjoittamisen valmiuksiani. Tämän lisäksi tieteellinen tutkimusprosessi tuli paremmin tutuksi, samoin kuin oikeaoppinen lähteiden käyttö. En ole aikaisemmin lukenut tieteellisiä papereita tässä määrin

ja olen tyytyväinen, että se kirjallisuuden ala on tullut minulle paremmin tutuksi. Kyselytutkimuksen toteutuksesta uskon saavani paljon hyötyä tulevassa työelämässä. Opinnäytetyöprosessi antoi minulle hyvää kokemusta kyselyiden suunnittelusta, mutta myös niiden teoreettisista rajoitteista liittyen tiedonsaantiin ja niistä mahdollisiin johtopäätöksiin.

Lähteet

Alexandria Pankkiiriliike. 2016. Alexandria Pankkiiriliikkeen kotisivut (2016). Luettavissa: <http://www.alexandria.fi>. Luettu: 23.12.2016.

Alexandria Pankkiiriliike. 2016K. Markkinointimateriaali (2016). Luettavissa: <http://www.alexandria.fi/FI4000219779>. Luettu: 23.11.2016.

Alexandria Pankkiiriliike. 2016L. Markkinointimateriaali (2016). Luettavissa: <http://www.alexandria.fi/FI4000210356>. Luettu: 23.07.2016.

Alexandria Pankkiiriliike. 2016T. Markkinointimateriaali (2016). Luettavissa: <http://www.alexandria.fi/FI4000219126>. Luettu: 10.12.2016.

Alexandria Pankkiiriliike. 2016W. Markkinointimateriaali (2016). Luettavissa: <http://www.alexandria.fi/GB00BYSXR186>. Luettu: 20.09.2016.

Alexandria Pankkiiriliike. 2016WB. Markkinointimateriaali (2016). Luettavissa: <http://www.alexandria.fi/DE000CZ44P16>. Luettu: 20.09.2016.

Bergstresser, D. 2009. The retail market for structured notes: Issuance patterns and performance, 1995-2008. Working Paper, Harvard Business School. 2009.

Bernard, C. & Boyle, P. 2008. Structured investment products with caps and floors. Mimeo, University of Warloo and Wilfred Laurier University.

Bloomberg. 2008. Sales of Structured Products Tell Us a Lot About the Global Search for Yield.). Luettavissa: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-30/sales-of-structured-products-tell-us-a-lot-about-the-global-search-for-yield>. Luettu: 14.09.2016.

Carlin, B. 2008. Strategic price complexity in retail financial markets. Journal of Financial Economics (2009), 91(3), pp. 278-287.

Célérier, C. & Vallée, B. 2016. What Drives Financial Complexity? A Look into the Retail Market for Structured Products. Luettavissa: <http://ssrn.com/abstract=2289890>. Luettu: 02.12.2016.

Danske Bank. 2015. Markkinointimateriaali (2015). Luettavissa: http://www.danskebank.fi/PDF/joukkolainat/XS1247730754_en.pdf. Luettu: 25.08.2016.

- Deng, G., Mallet, J. & McCann, C. 2011.** Modeling autocallable structured products. Journal of Derivatives & Hedge Funds (2011) 17, pp. 326-340.
- Dynan, K., Elmendorf, D. & Sichel, D. 2006.** Can financial innovation help to explain the reduced volatility of economic activity? Journal of Monetary Economics 53. pp. 123-150.
- Fink, H., Geissel, S., Sass, J. & Seifried, F.T. 2016.** Implied Risk Aversion: An alternative rating system for retail structured products. SSRN. Luettavissa: <http://ssrn.com/abstract=2651135>. Luettu: 30.11.2016.
- FSPA. 2016.** Lehdistötiedote 5.2.2016. Luettavissa: <http://www.sijoitustuotteet.fi/wp/myyntivolyyymit-2015>. Luettu: 10.12.2016.
- Henderson, B. & Pearson, N. 2009.** The dark side of financial innovation. SSRN. Luettavissa: <http://ssrn.com/abstract=1342654>. Luettu: 02.12.2016.
- Hentati, R. & Prigent, J. 2012.** Structured portfolio analysis under SharpeOmega ratio. Luettavissa: <https://hal-paris1.archives-ouvertes.fr/hal-000657327>. Luettu: 04.12.2016.
- Lochte Jørgensen, P., Norholm, H. & Skovmand D. 2012.** Overpricing and hidden Costs of Structured Bonds for Retail Investors: Evidence from the Danish Market for Principal Protected Notes. SSRN. Luettavissa: <http://ssrn.com/abstract=1863854>. Luettu: 05.12.2016.
- Kaikkonen, V. 2016.** Alexandria Markets. Structured Investments. Haastattelu 28.08.2016.
- McConnell, J. & Schwartz, E. 1992.** The origin of LYONS: A case study in financial innovation. Journal of applied Corporate Finance 4, pp. 40-47.
- OP-Pohjola. 2016.** Markkinointimateriaali (2016). Luettavissa: <https://www.op.fi/media/liitteet?cid=151878866&srcpl=4>. Luettu: 11.12.2016.
- Rawson, M. & Johnson, B. 2015.** 2015 Fee Study: Investors Are Driving Expense Ratios Down. Morningstar. Luettavissa: https://news.morningstar.com/pdfs/2015_fee_study.pdf. Luettu: 12.12.2016.
- Ross, S. 1976.** Option and efficiency. Quarterly Journal of Economics 1, pp.75-99.
- Ross, S. 1989.** Institutional markets, financial marketing and financial innovation. Journal of Finance 44, pp. 541-556.

Ruf, T. 2011. The Dynamics of Overpricing in Structured Products. SSRN. Luettavissa: <http://ssrn.com/abstract=1787216>. Luettu: 02.12.2016.

Santangelo, R. & Tufano, P. 1996. Financial Engineering and Tax Risk: The Case of Times Mirror PEPS. Harvard Business School Publishing. Boston. 1996.

Tufano, P. 2003. Financial innovation. Handbook of the Economics of Finance. Volume 1a Corporate Finance. pp. 307-336. Elsevier. 2003.

Haaga-Helian liiketalouden koulutusohjelman opinnäytetyön kyselytutkimus piensijoittajien sijoitusmotivaatiosta.

1. Ikä _____
2. Sukupuoli *(Ympyröi oikea vaihtoehto)* Mies / Nainen
3. Strukturoituun tuotteeseen nyt sijoittamasi summa
_____ EUR
4. Omistatko rahastoja, osakkeita tai velkakirjoja?
Kyllä / En
5. Seuraatko pörssiä ja jotakin talousalan julkaisua vähintään
kerran viikossa? Kyllä / En
6. Oletko tehnyt sijoituksia omatoimisesti ilman sijoitus- tai
pankkineuvojaa? Esim. Verkon kautta.
Kyllä / En

7. Mikä on sinulle juuri tekemäsi sijoituksen päätavoite?

- a. Tuotto
- b. Riskienhallinta / Hajautus
- c. Arvon säilyttäminen
- d. Muu

8. Oletko laskenut arvonmäärittystä tämän sijoituksen kohde-
etuudelle? Kyllä / En

9. Minkä sijoituksen nyt tekisit, jos strukturoituja tuotteita ei
olisi tarjolla?

- a. Pitäisin tilillä
- b. Sijoittaisin johonkin pörssin kautta
- c. Ostaisin sijoitusasunnon
- d. Muu sijoitus

10. Oletko koskaan ennen sijoittanut strukturoituun
tuotteeseen? Kyllä / En